www.research.cicc.com

保险资金追踪系列（1）：理解寿险资负匹配



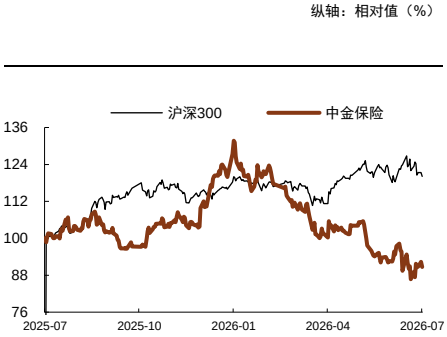
毛晴晴 分析员
SAC 执证编号：S0080522040002
SFC CE Ref：BRI453
qingqing.mao@cicc.com.cn



陈昕韬 分析员
SAC 执证编号：S0080526060007
SFC CE Ref：BWS744
xintao.chen@cicc.com.cn



姚泽宇 分析员
SAC 执证编号：S0080518090001
SFC CE Ref：BIJ003
zeyu.yao@cicc.com.cn



股票名称	股票评级	目标价格	P/B (x) 2026E	P/B (x) 2027E
中国平安-A	跑赢行业	89.80	0.8	0.7
中国人寿-A	跑赢行业	60.30	1.5	1.3
中国太保-A	跑赢行业	61.40	0.8	0.7
新华保险-A	跑赢行业	73.40	1.5	1.3
中国人保-A	跑赢行业	9.59	0.9	0.8
中国平安-H	跑赢行业	99.40	0.7	0.6
中国人寿-H	跑赢行业	44.50	1.0	0.8
中国太保-H	跑赢行业	54.40	0.6	0.5
新华保险-H	跑赢行业	56.90	1.0	0.8
中国太平-H	跑赢行业	33.10	0.7	0.6
阳光保险-H	跑赢行业	5.55	0.6	0.5
中国人民保险集团-H	跑赢行业	8.85	0.6	0.5
中国财险-H	跑赢行业	19.10	0.9	0.8

中金一级行业：金融

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

观点聚焦

投资建议

我们从保险资产负债管理（ALM）的底层逻辑出发，探讨保险资产配置的本质内涵和新周期下保险投资的核心变化，从而帮助投资者更好地理解保险资负匹配、资产端策略与未来趋势。

理由

ALM的核心在于平衡三大匹配——现金流匹配、成本收益匹配与久期匹配。现实经营中，三者短期内可能存在天然矛盾（如久期匹配要求配置长久期资产，成本收益匹配要求向高收益资产倾斜），ALM的本质是寻求三大匹配长期最优解的动态过程。我们认为，保险资产配置或不仅是投资端的独立判断，也是风险偏好和负债端约束的映射，高质量负债是形成资负长期正循环的必要条件，而高质量负债和风险偏好都受公司治理和考核机制影响。

保险资负管理的演变、现状与新议题。过去十年，行业ALM监管框架从无到有、全面深化，也经历负债端传统型储蓄险占比上升到当前分红险转型的产品周期切换。2022-2024 年增额终身寿热销导致负债久期拉长，利率下行后负债端刚性成本下降滞后，倒逼行业认识到ALM重要性。当前内外部宏观环境不确定性上升，政策引导资金入市下行业股债配置比例已再平衡，同时行业负债结构正发生变化、监管框架系统性升级，为行业提出诸多新议题。

长期主义、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心。1）资负管理框架长期主义：优化资负管理的内部框架和流程，资产端前置介入产品设计，给予负债发行一定约束；**2）负债端长期主义：**避免规模导向、关注打平成本、提升考核精细化，致力于提升死费差、推动利源多元化；**3）资产端长期主义：**战略层面重视、加强体系建设，落实集体决策、自上而下基于中长期宏观研判构建投研体系、充分权衡短期收益和长期价值、强化风险管控；战术层面优化考核机制，拉长考核周期、落实绝对收益考核、探索分账户改革。

数说保险资产配置 2025：我们梳理了行业 2025 年投资情况，探讨值得关注的趋势。（详见报告正文）

盈利预测与估值

我们维持所覆盖标的盈利预测、评级和目标价不变。

风险

新单保费增长不及预期；长端利率大幅波动；资本市场波动；政策不确定性。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

目录

如何理解保险资产负债匹配？ 4
寿险负债三大属性，对应资产端三大匹配 4
现实中，短期三大匹配存在内生矛盾，寿险资负管理是寻求长期最优解的动态过程 5
股东、管理层和公司治理是实现资负正向循环的前提 6
行业资负管理的演变和现状 8
行业资负管理的演变 8
行业资负管理的现状：周期共振下的结构特征 9
行业资负管理的新议题 12
资产配置再平衡与内外部宏观环境变化 12
负债结构转型：分红险崛起 14
监管框架升级：ALM 监管系统性升级，从弹性评估到刚性约束 16
长期主义、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心 17
数说保险资产配置 2025 19
资产配置：大幅增配权益，固收占比下降 19
投资收益：从综合投资收益构成看各家资负匹配理念和未来趋势 21
固收投资：稳中求进，提升久期动态管控与分账户精细化管理 24
权益投资：举牌热潮再现，高股息或仍是重要方向 25
另类投资：从传统非标到创新多元化投资 32
风险提示 35

图表

图表 1：现实情况下，短期三大匹配存在内生矛盾，ALM 的本质是寻找三大匹配长期最优解的动态过程 5
图表 2：行业资负管理风格迥异，根源可能在股东考核导向不同 7
图表 3：资产配置风格可能是险企风险偏好和负债端约束的映射 7
图表 4：负债成本低的公司更容易兼顾成本收益匹配与久期匹配，负债成本高的公司短期成本收益匹配优先，久期匹配优先级低，再投资压力较大 8
图表 5：从行业部分公司公开披露数据来看，2022-2024 年寿险资负久期缺口整体扩大 10
图表 6：2022-2024 年险企打平收益率改善缓慢，负债成本下行滞后于资产端 11
图表 7：2022-1H24 各家资产配置或许是险企风险偏好和负债端约束的映射，而非资产端独立判断 11
图表 8：政策支持中长期资金入市 13
图表 9：行业权益配置比例提升到历史较高水平 13
图表 10：中国太平分红险转型领先，2025 年分红险规模保费占比已达 29%，新业务价值（NBV）对利率敏感性大幅改善 14
图表 11：从传统险与分红险预定利率“利差”来看，当前 25bp 或并非稳态，中长期或向历史中枢 50bp 回归 15
图表 12：友邦分红账户中非固收类资产配置比例、风险偏好显著高于非分红账户，但我国分红险非固

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

收类资产配置比例短期内或难达海外水平 15
图表 13：行业挑战与机遇并存 16
图表 14：长期主义、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心 18
图表 15：或得益于长周期考核，太保寿险 2022-2024 年积极拉长资产久期，缩短久期缺口 18
图表 16：友邦利源结构中利差占比低，死差、费差占比较高，盈利稳定性相对较高 18
图表 17：行业投资资产规模变化 19
图表 18：行业大类资产配置情况 20
图表 19：2025 年上市险企大类资产配置情况 20
图表 20：各家财报披露投资收益率计算口径 21
图表 21：财报披露口径下各家投资收益率情况 22
图表 22：计算可比口径下各家投资收益率情况 22
图表 23：净投资收益率下行速度越慢、绝对水平越高的公司穿越周期能力更强（基于公司财报披露口径） 23
图表 24：基于计算可比口径的上市险企综合投资收益率拆解 23
图表 25：2024 年以来保险资金增配长期限债券，拉长资产端久期 24
图表 26：从行业调研结果来看，2025 年行业多数机构对全年债市看法偏乐观，2026 年行业多数机构对全年债市看法转为中性 25
图表 27：从行业调研结果来看，行业多数机构 2026 年久期目标基本维持不变或小幅减少 25
图表 28：4Q25 保险资金重仓流通股行业分布（市值加权） 26
图表 29：1Q26 保险资金重仓流通股行业分布（市值加权） 26
图表 30：保险资金重仓流通股规模加权股息率情况 27
图表 31：2025 年上市险企 FVOCI 股票规模占比较年初平均+7ppt 至 41% 27
图表 32：我们测算 2026 年险资新增配置 FVOCI 股票规模或在 3,000-4,000 亿元区间 28
图表 33：中证红利股息率较无风险收益率“利差”目前处于历史相对较高水平 28
图表 34：参考海外保险公司，AXA FVTPL 股票组合中金融业占比较高，FVOCI 股票组合中金融业占比较低 29
图表 35：2025 年以来险资举牌梳理 30
图表 36：2025 年险资举牌集中在银行、公用事业、非银金融等传统高股息板块 31
图表 37：中国平安举牌同业梳理 31
图表 38：债权投资计划供给萎缩，收益率下行 32
图表 39：2025 年保险机构作为 LP 投资私募股权基金超 1,000 亿元，较 2024 年同期增长 56% 33
图表 40：行业积极布局未上市股权投资，2025 年超过 20 家保险公司参与设立私募股权投资基金 34
图表 41：可比公司估值表 34

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

如何理解保险资产负债匹配？

寿险负债三大属性，对应资产端三大匹配

金融机构大多都有一定的资产负债管理要求，但相较于银行等其他金融机构，保险尤其是寿险资金的资产负债管理（ALM）有其独特性，根源在于寿险负债的三个特征：

- **负债现金流每年存在预期流出，对应现金流匹配。**负债端每年会由于触发保险责任、满期、退保等事件产生现金流出，精算会对此做事前估计，要求资产端预留充足的流动性，这使得保险资金在资产配置时面临流动性约束。
- **负债大多存在刚性成本，对应成本收益匹配。**保险负债大多具有特定刚性成本，因此保险大类资产配置需要满足特定收益目标，达成成本收益匹配。现实情况中大类资产配置方案是以各大类资产未来预期收益为基础，寻求多个约束下的可能方案，由于太远期的资产收益率难以预期，因此保险资金一般只针对向后近端期限（一般 3 年）做成本收益匹配。**因此，成本收益匹配是从中短期视角出发，使得资产收益率高于负债成本的管理动作。**
- **负债久期长，对应久期匹配。**由于成本收益匹配只涵盖未来 3-5 年，而寿险负债久期可能长达 20 年以上、且资产久期大多难以完美匹配负债久期，利率下行后，资产端到期再配置收益率可能大幅下降、甚至低于负债刚性成本，也就是说中短期的成本收益匹配无法管理长期利率风险，需要同时进行资负久期匹配。**资负久期匹配是从长期视角出发、使得当前收益空间未来可以延续的管理动作**。
- 部分境外寿险公司由于持有较大的外币敞口，因此还需考虑**汇率匹配**；财险公司由于负债久期短、成本可能为负，其成本收益匹配和久期匹配的矛盾不及寿险突出，但对流动性要求较高。

上述匹配均基于可量化的指标，但在难以准确量化的维度，保险公司还面临其他匹配，如风险匹配——确保投资组合承担的风险与负债端风险承受能力相匹配。近年来 KKR、Blackstone 等海外私募股权投资机构探索出以保险负债投资私募信贷资产的商业模式，尽管这样做在定量层面能够满足前文所提定量匹配，但实质上形成了一定程度的风险错配。

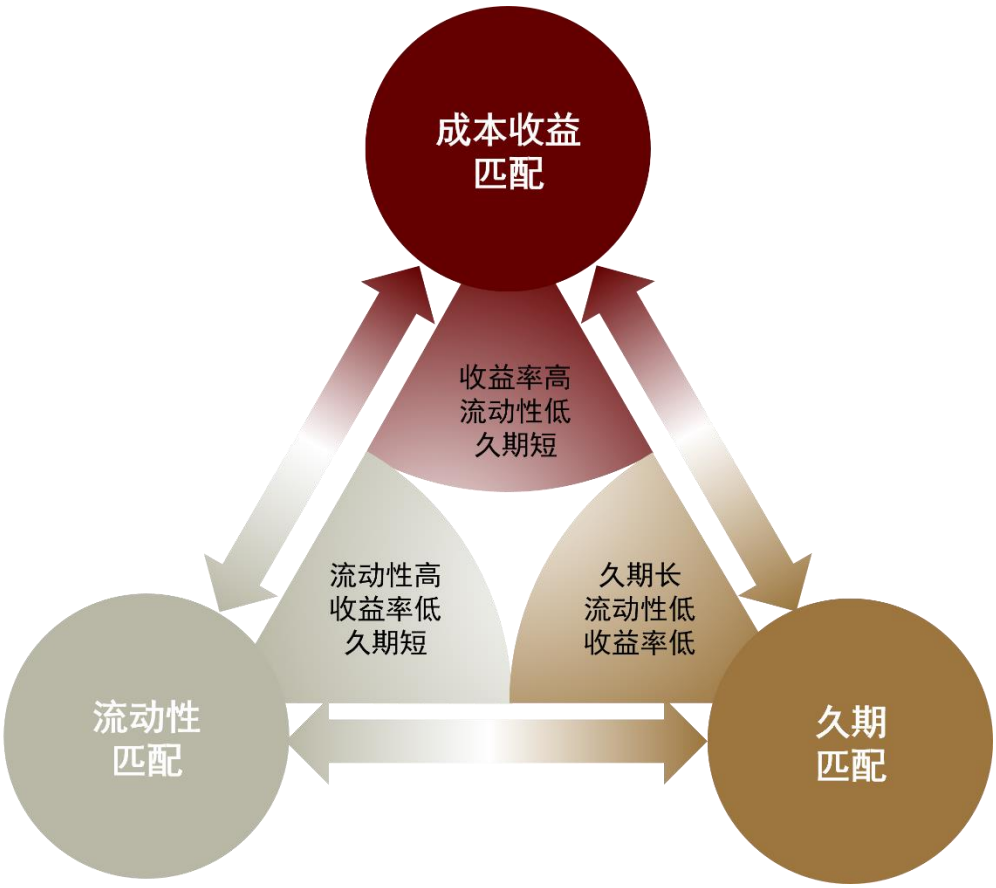
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

现实中，短期三大匹配存在内生矛盾，寿险资负管理是寻求长期最优解的动态过程

现实情况下，短期三大匹配存在天然矛盾：现金流匹配要求保留充分流动性；成本收益匹配在短期化倾向下要求向权益和另类等高收益资产倾斜，这些资产往往久期较短；久期匹配要求加大长久期固收配置，这些资产收益率普遍又不够高。三者指向不同的配置方向，实现平衡需要对自身负债特征和资本市场都有动态、联动的认知。

ALM 的本质是寻找三大匹配长期最优解的动态过程。资负匹配不只是一次性的“达标”，而是持续跟踪、动态校准：约束条件随负债属性（产品结构）、资产端市场环境和监管规则的变化而迁移，权衡的最优解随之调整。例如分红险转型使得负债保证成本下降、久期缩短，同时对当期资产收益率有更高的要求，因此可以提升风险偏好，配置更多高收益、短久期资产。

图表 1：现实情况下，短期三大匹配存在内生矛盾，ALM 的本质是寻找三大匹配长期最优解的动态过程



资料来源：中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

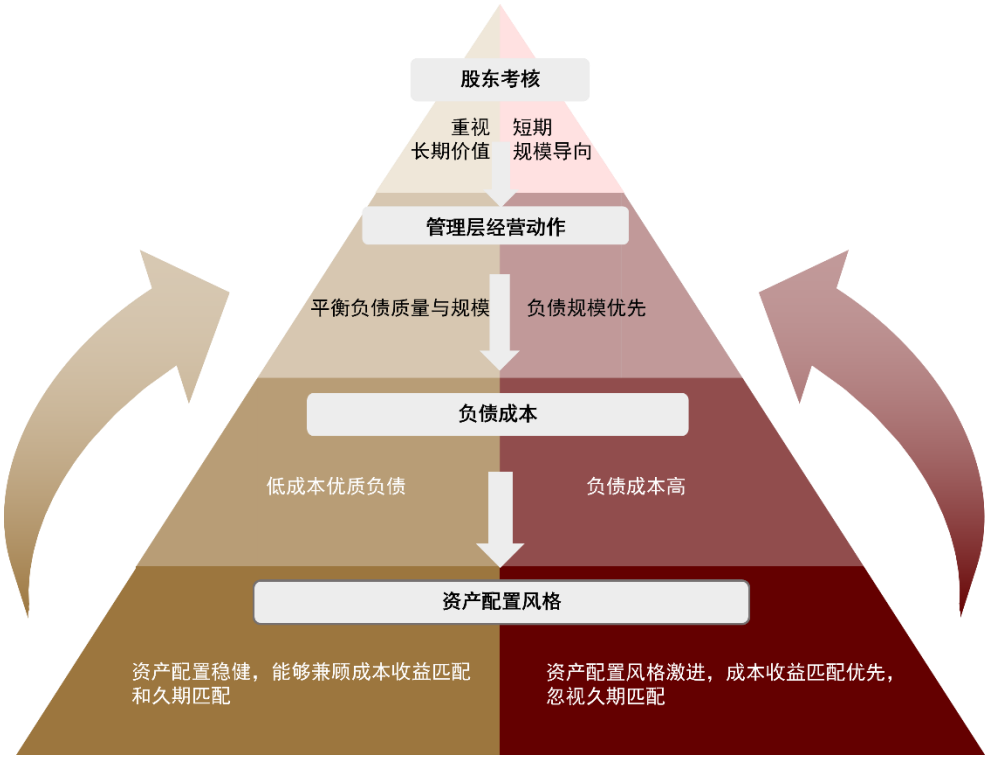
股东、管理层和公司治理是实现资负正向循环的前提

股东、管理层和公司治理是实现资负长期正向循环的前提。我们认为，保险资产配置可能不仅是投资端的独立判断，也是公司风险偏好和负债端约束的映射。**高质量负债是形成资负长期正循环的必要条件：**负债成本越低，资产端越容易兼顾久期匹配和成本收益匹配；负债成本越高，资产端越可能被迫优先弥补收益缺口，久期匹配的优先级后置；由于面临销售约束，有时负债成本跟负债久期也难同时达到理想情况。**而高质量的负债和风险偏好都来自于股东考核和管理层经营动作是否具备长期主义**，在建设出一定销售端能力之前，股东越考核短期规模增长公司越难以压低负债成本；从行业实践看，国内寿险公司的资负管理大致可归为两种风格，其背后本质是股东考核导向的不同：

- **长期价值导向考核下，**股东考核周期拉长，公司更容易在规模与质量之间寻求平衡，审慎控制负债成本，同时不断培养在销售能力方面的竞争优势。较低的负债成本传导至资产端，资产配置有更充足的空间，可以通过长久期利率债与高股息股票等兼顾久期匹配与收益稳定的品种支撑净投资收益率，利差更具可持续性、且盈利平稳度更高。
- **短期规模导向考核下，**股东考核短期化、规模优先，负债端被迫以高成本保单换保费，负债成本高企倒逼资产端向高收益、短久期品种寻求收益补偿，久期匹配被迫让位于短期收益匹配，导致资产端波动大、收益稳定性差，一旦利率下行会导致“息差”（即资产端净投资收益率与负债端产品预定利率的差值）大幅收窄，只好以更高成本发行负债、更激进资产配置方案维持利润规模，且长期以价格竞争方式展业导致销售能力不足，形成“高成本负债→成本收益压力较大，资产端激进配置→久期缺口放大，财务可持续性弱→进一步‘高息揽储’”的负向循环。

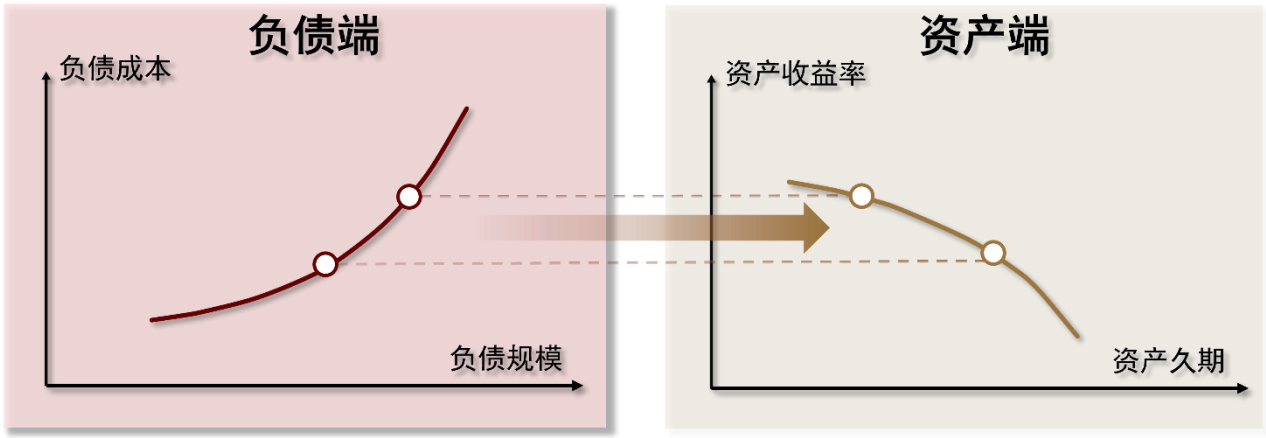
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 2：行业资负管理风格迥异，根源可能在股东考核导向不同



资料来源：中金公司研究部

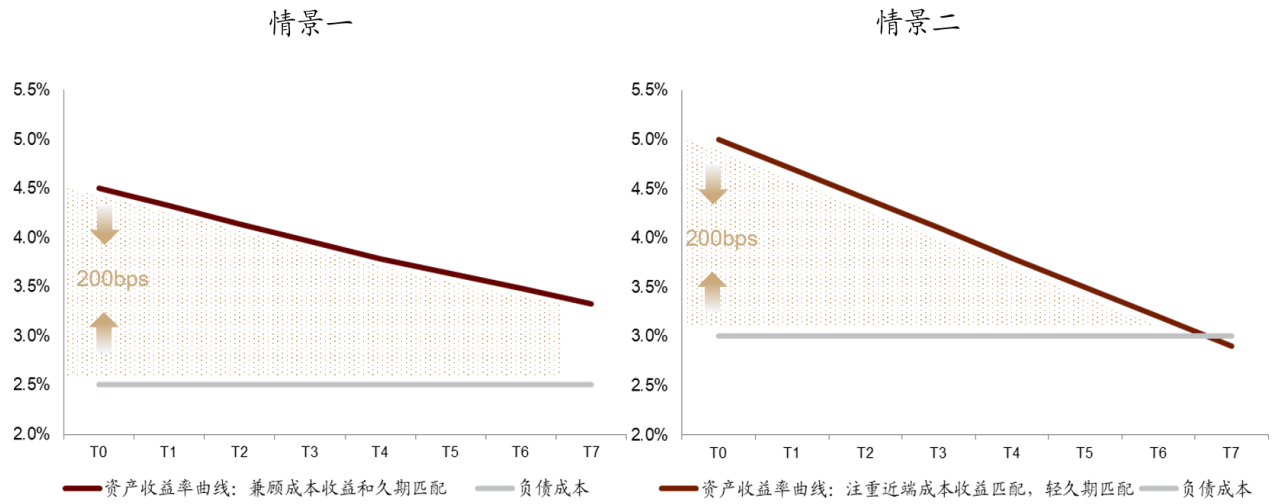
图表 3：资产配置风格可能是险企风险偏好和负债端约束的映射



注：仅为理想情况示意图。
资料来源：中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 4：负债成本低的公司更容易兼顾成本收益匹配与久期匹配，负债成本高的公司短期成本收益匹配优先，久期匹配优先级低，再投资压力较大



资料来源：中金公司研究部

行业资负管理的演变和现状

行业资负管理的演变

2018 年以前：监管框架尚未成型，管理较为粗放。这一阶段保险行业缺乏系统的资负管理监管框架，但当时的经营环境为粗放管理提供了缓冲空间：负债端，2013 年费率市场化改革后传统险预定利率上限放开至 3.5%，部分产品预定利率达到 4.025%，负债预定利率高、久期长，但资产端非标资产供给充裕且收益率普遍在 5%以上，险企通过信用下沉和增配非标即可覆盖负债成本、获取“息差”收益，资负匹配虽有隐忧但在高利率环境下未充分暴露，行业多数公司对资负匹配的关注有限，部分公司一度奉行“资产驱动负债”的激进扩张模式，以高收益资产为锚反向推动负债端规模增长，埋下风险隐患。

2018-2022 年：监管框架搭建，行业资负管理框架初探。2018 年原保监会发布《保险资产负债管理监管规则（1-5 号）》，2019 年《保险资产负债管理暂行办法》出台，ALM 监管搭建初步框架，行业开始报送定性、定量数据以满足监管要求，但这一时期的 ALM 监管本质上仍属于“软监管”——评分结果影响监管评价，险企对资负管理的认知尚未跳出合规层面，资负匹配尚未成为驱动经营决策的前置考量。**与此同时，经营环境开始发生变化**：负债端，重疾险增长放缓，增额终身寿等高保证储蓄型产品逐渐崛起，负债久期和成本开始抬升；资产端，2018 年后无风险收益率开始趋势下行，但整体投资收益率尚可维持，资负匹配压力尚未急剧扩大。

2023 年至今：利率加速下行与新准则实施，ALM 重要性系统性提升。2023 年后无风险利率快速下行，传统非标供给持续缩量，行业面临成本收益压力；叠加新

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

会计准则实施，险企净资产波动加大，资负错配的财务后果更为直观，倒逼行业多数公司更加重视资负管理。2025 年 12 月《保险公司资产负债管理办法》征求意见，首次设立有效久期缺口、净投资收益覆盖率等硬性监管阈值，资负监管从“评估打分”进入“量化约束”新阶段。不过由于 2025 年资本市场表现较好，行业短期成本收益压力有所缓解，部分公司对 ALM 的长短期平衡可能出现阶段性放松。

行业资负管理的现状：周期共振下的结构特征

过去十年行业经历了几次经营周期的切换，每次周期对应不同的负债端和资产端特征：

- **2015-2018 年**：重疾险销售景气度走高，在新单保费占比提升，一度成为部分公司主力产品。重疾险利源中死费差占比较高，实际资金成本较低，负债久期也不短；资产端，无风险利率处于较高水平，高收益非标资产供给充裕；资负约束整体偏松，险企通过配置非标即可覆盖负债成本，资负匹配压力较小。
- **2019-2022 年**：重疾险销售动能减弱、行业增长承压，新业务中储蓄型业务占比被动提升，负债特征变化相对缓慢；资产端，无风险利率开始缓慢下行，但整体投资收益率尚可维持，资负匹配压力尚未急剧扩大。
- **2022-2024 年**：无风险利率快速下行，具备高保证收益的增额终身寿受到消费者青睐，产品快速崛起并成为新单主力，缓解了险企增长压力。增额终身寿保证成本高、负债久期长；同时资产端无风险利率快速下行、信用资产供给收缩，新业务资负匹配压力巨大、存量业务随着资产到期匹配程度恶化，头部公司依靠匹配水平较高的存量业务摊薄新业务的匹配压力，行业整体承压。
- **2025 年至今**：行业分红险转型，保证成本较低，非保证收益随投资表现浮动，行业刚性负债成本缓慢下行，有效久期较增额终身寿明显缩短；同时资产端市场预期改善、股市上涨、利率阶段性企稳上行，短期成本收益匹配压力有所缓解，部分此前资负匹配较差的公司仍然面临较大压力。

在过去几轮周期共振下，行业 ALM 形成了当前现状：

一是头部、优质公司久期缺口已经较小，但行业整体资负久期缺口依旧有压缩空间。2022 年以来增额终身寿热销，驱动人身险公司负债平均久期由 2022 年的 13.26 年升至 2024 年的 16.33 年，资负久期缺口从-6.75 年扩大至-9.15 年。尽管行业推动资产端拉长久期、负债结构转型，优秀头部公司的久期缺口已收窄至较小范围，但行业整体资负久期缺口仍有压缩空间。

二是负债成本下降缓慢，资产到期再配置收益仍在下降趋势，成本收益匹配压力仍存。2023 年前传统型产品预定利率上限高达 3.5%，此后虽数次下调预定利率但由于新业务占比整体较低，此外部分公司新业务打平成本还高于存量业务水平，行业负债成本下降缓慢。2025 年随着普通型、分红型、万能型产品预定利率

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

最高值已分别降至 2.0%、1.75%和 1.0%，各家公司整体负债成本逐步迈向下行拐点。如果存量高成本保单相对较多，存量负债打平收益率的改善可能比较平缓；但就新单负债成本而言，“报行合一”后头部公司依旧具备显著竞争优势。

对于资产端成本收益匹配和久期匹配的矛盾，利率下行后体现出不同公司在利率高位时资负管理动作的差异。平安、太保等较为稳健的公司，更早地开始以长久期利率债和高股息股票为主要抓手，兼顾久期匹配与成本收益匹配，利率下行后净投资收益率仍处于行业较高水平，“息差”空间有一定安全边际；国寿由于负债久期明显短于头部同业，此前高股息股票配置比例相对较低，但近年来开始大幅增配、支撑净投资收益率水平。部分中小险企则因负债成本较高，利率高位时为了短期利润空间长久期债券配置较少，当前息差空间已经较窄，只能被迫配置较大比例交易类股票以弥补收益缺口，叠加负债端销售能力较弱，“报行合一”后负债成本下降但负债规模承压，生存空间并不乐观。**我们认为，拉长周期看，高权益仓位带来的超额收益或与其波动性相匹配，同时高权益仓位往往损失较为稳定的“息差”收益，如果未来利率再度下行，可能将面临与上一周期相似的挑战。**

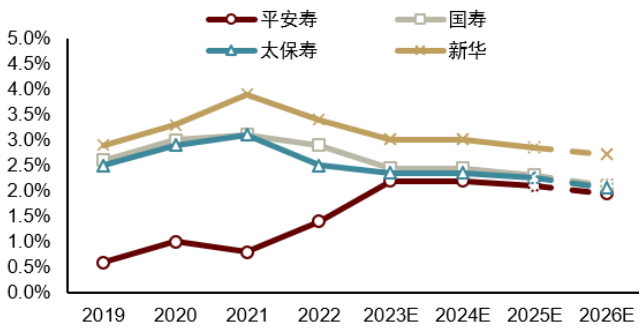
图表 5：从行业部分公司公开披露数据来看，2022-2024 年寿险资负久期缺口整体扩大

公司名称	规模调整后修正久期缺口（年）			
	2022	2023	2024	趋势
泰康人寿	-	-8.11	-9.01	
中邮人寿	-	-7.66	-10.09	
交银人寿	-5.81	-6.58	-7.9	
幸福人寿	-10.3	-11	-13	
中信保诚人寿	-14.26	-16.22	-17.95	
英大泰和	-4.64	-6.36	-9.06	
中银三星人寿	-7.52	-10.75	-	
财信吉祥人寿	-	-10.25	-12.16	
光大永明人寿	-	-8.8	-7.19	
长城人寿	-10.67	-12.12	-14.95	
中华联合人寿	-15.48	-15.6	-19.59	
同方全球人寿	-9.27	-9.45	-13.33	

注：“-”为公司未披露；数据口径为规模调整后修正久期缺口。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 6：2022-2024 年险企打平收益率改善缓慢，负债成本下行滞后于资产端

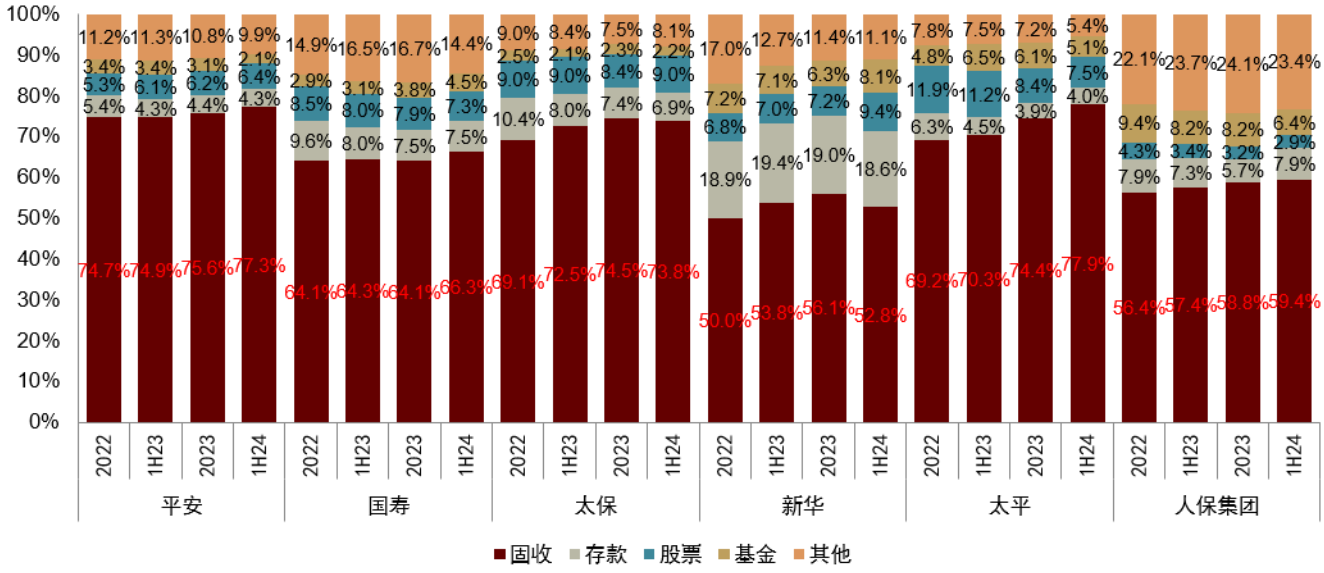


注：2023-2026 年数据为中金估算。
资料来源：公司公告，中金公司研究部



资料来源：国家金融监督管理总局，Wind，中金公司研究部

图表 7：2022-1H24 各家资产配置或许是险企风险偏好和负债端约束的映射，而非资产端独立判断



注：各家 2022 年数据、国寿 1H23 数据为旧准则口径。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

行业资负管理的新议题

我们认为，行业资负管理或正面临诸多新议题：2024 年以来多项政策引导中长期资金入市，行业权益配置比例提升到历史较高水平和国际可比同业较高水平；与此同时，内外部宏观环境变化对保险大类资产配置带来挑战；市场需求上，居民风险偏好下行与低利率环境叠加，推动行业主动向分红险转型，行业负债形态或从“高保证、长久期”向“低保证、久期适中、浮动收益”切换；监管框架上，《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》将资负匹配从弹性评估升级为刚性约束，预定利率动态调整机制锁定负债成本下行通道，推动险企压降负债成本。

资产配置再平衡与内外部宏观环境变化

我们认为，当前保险资产配置面临的挑战更加复杂，地缘政治波动加剧、宏观经济结构转型、科技革命交织等问题和趋势使得大类资产的风险收益特征可能出现边际变化，对保险大类资产配置提出更高要求：

- **股债配置已再平衡。**2024 年以来多项政策引导中长期资金入市，**行业权益配置比例提升到历史较高水平和国际可比同业较高水平**，高权益仓位叠加不确定性较高的大类资产走势带来挑战。
- **内外部宏观环境变化导致资产收益走势不确定性加剧。**一方面，人口老龄化等宏观因素可能导致自然利率中枢持续下降，对无风险利率形成下行压力；而科技革命若能带动全要素生产率提升，则可能对利率中枢形成上行支撑。双向力量交织下，利率方向判断与波动路径趋于复杂。短期层面，2026 年以来市场流动性边际收缩，从“924”后的普涨行情转向结构性行情，板块分化加剧，对险资控制组合波动、动态调整组合、挖掘结构性机会提出更高要求。

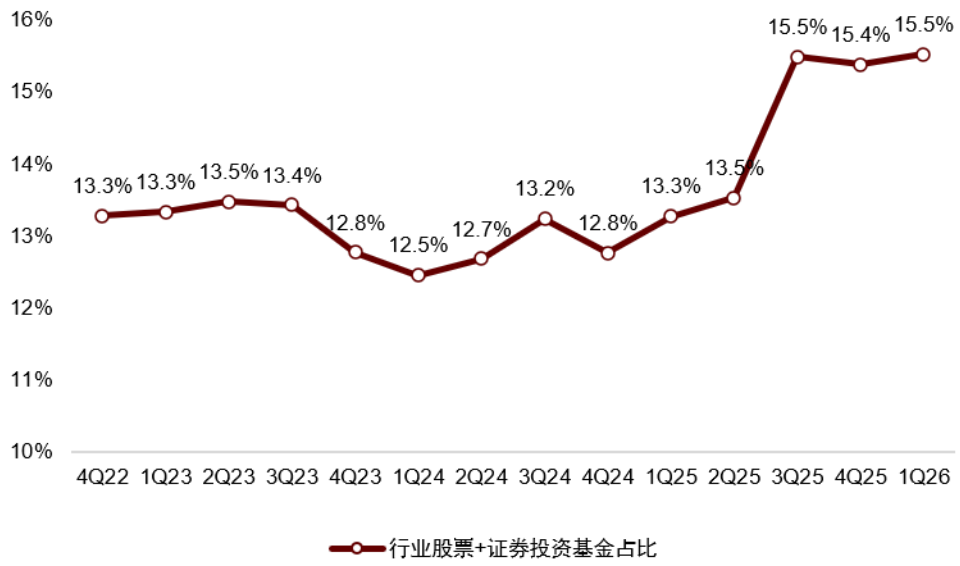
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 8：政策支持中长期资金入市

时间	发布机构	政策文件	核心内容
2024年4月	国务院	关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效考核办法
2024年9月	中央金融办、证监会	关于推动中长期资金入市的指导意见	建立健全商业保险资金、各类养老金等三年以上长周期考核机制；培育壮大保险资金等耐心资本，打通长期投资制度障碍，完善权益投资监管制度
2024年12月	新华社	中央经济工作会议	深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性
2025年1月	中央金融办、证监会、央行、金融监管总局等	关于推动中长期资金入市工作的实施方案	引导大型国有保险公司增加A股投资规模和比例，力争每年新增保费的30%用于投资A股；对国有保险公司全面实行三年以上长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于30%，三年到五年周期指标权重不低于60%；保险资金长期股票投资试点2025年上半年落地，规模不低于1000亿元
2025年1月	国务院新闻办	新闻发布会	力争大型国有保险公司每年新增保费30%用于投资A股；力争保险资金投资股市比例在现有基础上继续稳步提高
2025年5月	国务院新闻办	新闻发布会	进一步扩大保险资金长期投资试点范围，拟再批复600亿元；调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降10%；将5000亿元证券基金保险公司互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款额度合并使用，总额度8000亿元
2026年3月	国务院	十四届全国人大四次会议	持续深化资本市场投融资综合改革，进一步健全中长期资金入市机制，完善投资者保护制度，提高直接融资、股权融资比重

资料来源：国务院，中央金融办，中国人民银行，国家金融监督管理总局，中国证监会，新华社，中金公司研究部

图表 9：行业权益配置比例提升到历史较高水平



注：统计口径为人身险公司和财产险公司
资料来源：国家金融监督管理总局，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

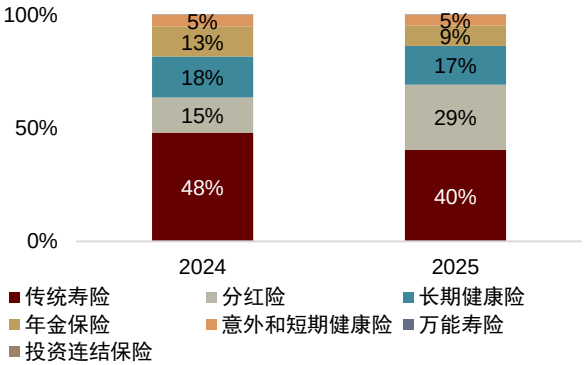
负债结构转型：分红险崛起

低利率环境叠加权益市场风险偏好改善，险企主动推动产品结构从传统险向分红险转型。以中国太平为例，2025 年规模保费中分红险占比达 29%（2024 年仅 15%），新单长险中分红险占比达 88.4%。

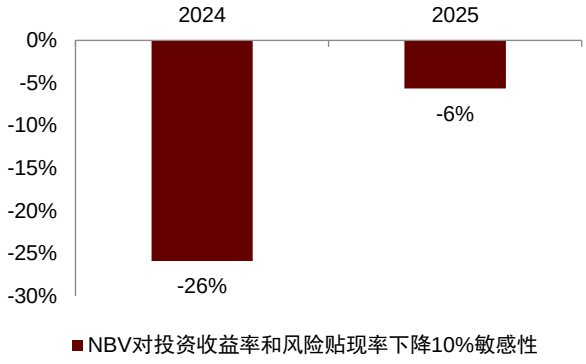
我们认为分红险转型的资负含义值得高度关注：

- **负债有效久期缩短。**我国分红险产品普遍包含“现金分红”条款，允许直接将红利以现金形式分配给保单持有人，有效久期口径测算下现金分红相当于减少远期现金流预期，降低负债有效久期，缩短资负久期缺口。
- **保证成本下降，且未来有进一步下降空间。**分红险核心结构为“低保证利益+浮动分红”，推动分红险转型可有效降低险企刚性负债成本。当前分红险与传统险预定利率上限利差仅 25bp，低于历史常态的 50bp，可能原因是监管为引导行业转型、阶段性少调；参考海外经验并结合我国宏观利率走势，我们认为分红险预定利率后续或仍有下调空间。
- **账户投资端风险偏好或系统性提升。**由于分红险刚性成本较低，账户整体风险偏好相对传统险更高；同时，新准则下分红险若能以 VFA 方法计量其会计利润波动也可能被大幅“熨平”，有利于账户投资端风险偏好的提升。
- **分红险账户权益配置比例短期内或难达海外水平。**尽管分红险账户风险偏好有望系统性提升，但分红险保证利率水平相较利率水平还有调降空间，且当前行业多数公司传统险账户权益占比已处于较高水平，在整体权益上限约束下，现阶段分红险账户配置权益的空间或难达中国香港地区保险公司水平。

图表 10：中国太平分红险转型领先，2025 年分红险规模保费占比已达 29%，新业务价值（NBV）对利率敏感性大幅改善



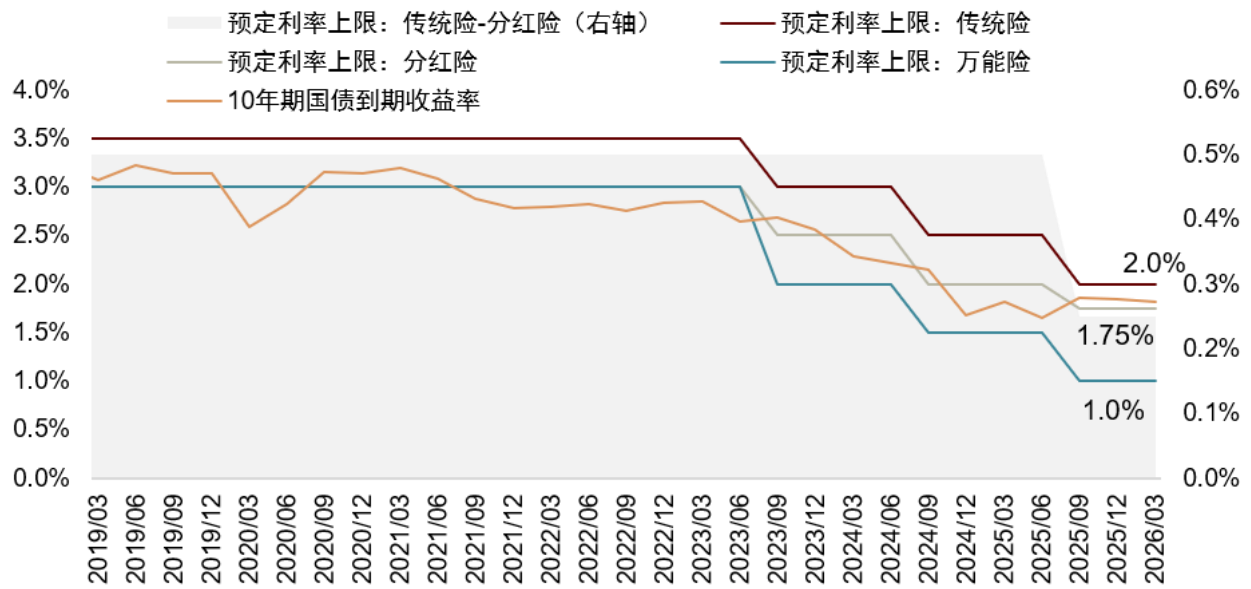
资料来源：公司公告，中金公司研究部



资料来源：公司公告，中金公司研究部

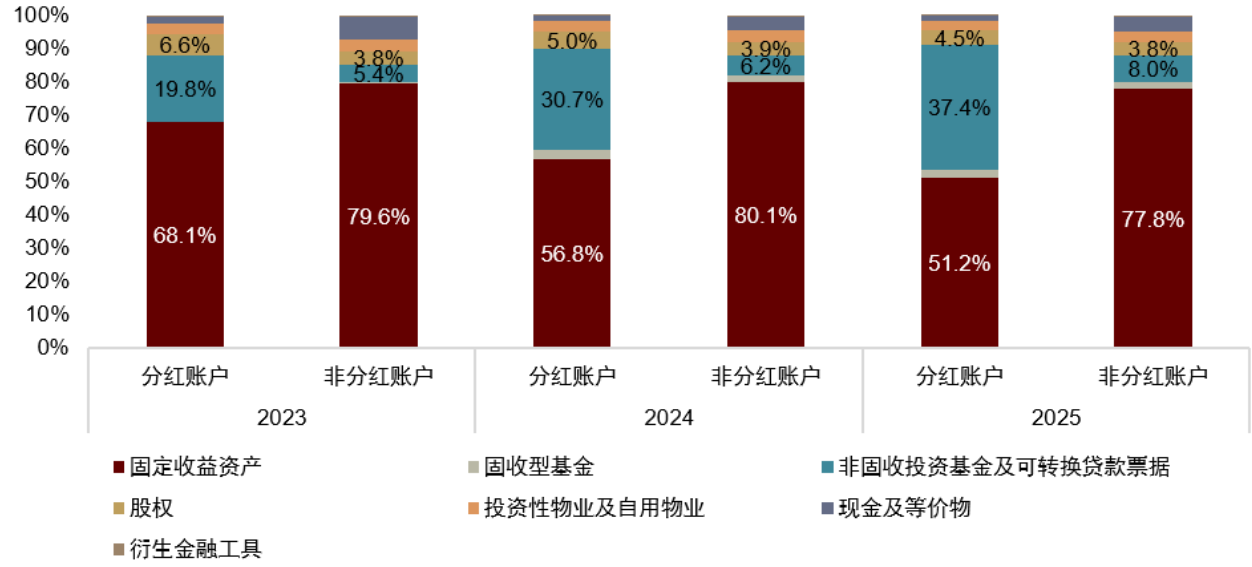
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 11：从传统险与分红险预定利率“利差”来看，当前 25bp 或并非稳态，中长期或向历史中枢 50bp 回归



资料来源：国家金融监督管理总局，中国保险行业协会，Wind，中金公司研究部

图表 12：友邦分红账户中非固收类资产配置比例、风险偏好显著高于非分红账户，但我国分红险非固收类资产配置比例短期内或难达海外水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

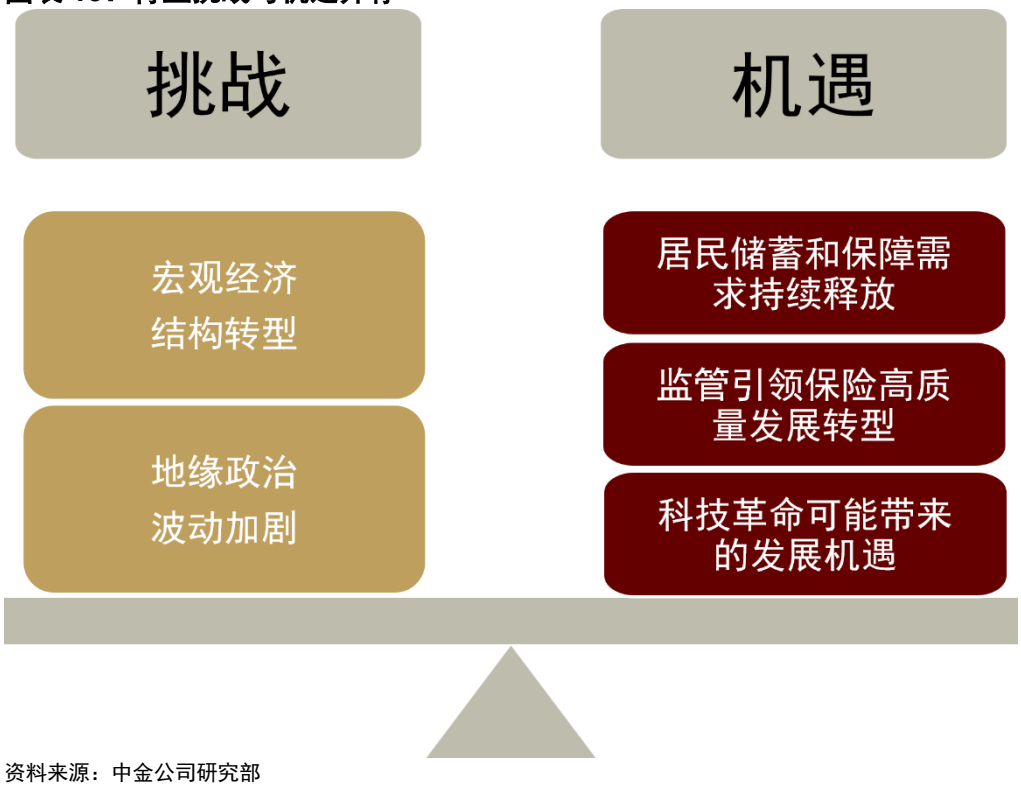
监管框架升级：ALM 监管系统性升级，从弹性评估到刚性约束

2025 年 12 月国家金融监管总局公布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《办法》”或“《资负管理办法》”），对 2019 年《保险公司资产负债管理监管暂行办法》进行系统性整合升级，我们认为，此次升级是 ALM 监管框架的全面深化，主要体现在三个维度：

- **明确监管标准。**《办法》对寿险有效久期缺口、净投资收益覆盖率、综合投资收益覆盖率和财险沉淀资金覆盖率、收入覆盖率等核心指标设置明确监管标准，引导险企提升对 ALM 的重视程度。
- **治理架构制度化。**《办法》要求设立独立的资负管理部门，压实董事会与管理层责任，深化跨部门协同与长周期考核，从组织架构上提升公司治理。
- **强化全流程管理。**《办法》在管理流程、外部监督及监管协同等方面做出了关键性补充与强化，旨在确保资负管理要求能够嵌入公司日常经营，并获得有效执行与验证。

我们认为，上述约束对行业将有深远影响：行业整体有效久期缺口预计可能达标，但部分久期缺口偏大的中小公司或有一定压力；净投资收益率覆盖要求将推动行业重视净投资收益和收息资产配置。整体来看，《办法》有助于推动行业优化公司治理、提升资负管理，引导行业从短期规模导向转向长期稳健经营。

图表 13：行业挑战与机遇并存



资料来源：中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

长期主义、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心

我们认为，以长期主义为导向、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心，管理层应从资负管理框架、负债端、资产端三个维度践行长期主义，统筹短期利益和长期目标。

资负管理框架：强化资负联动，优化内部框架和流程

过往行业负债端话语权较大，产品结构主要由负债端主导，资产端被动承接负债约束，配置空间受到制约。部分优秀公司已着力推动资产端前置介入产品设计，帮助负债端优化产品设计和负债结构，我们认为这一实践有助于提升资负联动、帮助资产端“减负”，但目前多数公司股东和管理层可能还没意识到优化资负管理框架的重要性。

负债端：避免规模导向，增加价值考核维度，推动利源多元化

增加价值考核维度，提升考核精细化。过往部分公司认为考核新业务价值（NBV）即可避免规模导向，但我们认为应加强对于打平负债成本的关注，NBV 考核也应关注新业务价值对各类假设敏感性、尤其是利率敏感性——利率敏感性低的 NBV 意味着刚性负债成本更低、价值可兑现性更强、质量更扎实。

推动利源多元化，提升死差与费差贡献，发展商业健康险。当前储蓄型保险销售较为容易，但依旧需要行业积极探索商业健康险的商业模式，虽然商业健康险短期内难以大规模扩张，但这类业务负债成本可能更低、股东回报可能更稳定，未来一旦度过“0-1”的过程，布局领先的公司将具备较强先发优势和头部效应，详见我们此前报告《中国商业健康险系列 1）：现状、困境与破局》。

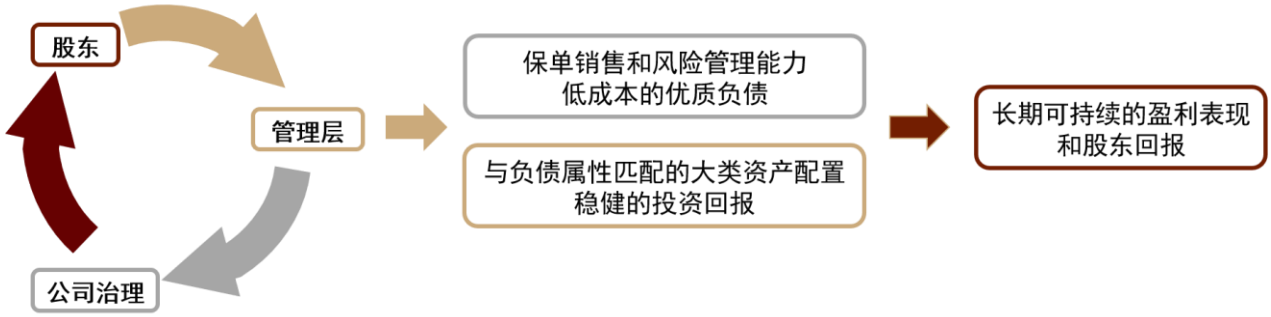
资产端：从战略到战术践行长期主义

战略层面的长期主义：重视、加强体系建设。架构上，充分发挥资负管理委员会等组织的作用，落实集体决策、避免个人主义；投研体系上，参考国内外优秀保险资管的实践经验，保险投资尤其是寿险投资应建设基于中长期宏观研判、自上而下的投研体系；战略资产配置（SAA）上，充分权衡短期收益和长期价值，寻找兼顾成本收益和久期匹配的中长期最优解；风控体系建设上，提升全流程风险管控，加强压力测试和情景分析，提升组合在极端情境下的韧性。

战术层面的长期主义：优化考核和激励机制。拉长考核周期，以利于管理人兼顾短期和长期目标、逆向布局优质资产；将绝对收益考核落到实处，避免短期排名压力干扰管理人长期投资决策；探索分账户考核改革，根据账户实务提升考核差异化，如分红险账户在做好大类资产配置的基础上应比传统险账户更加注重收益率，助力提升产品长期竞争力。

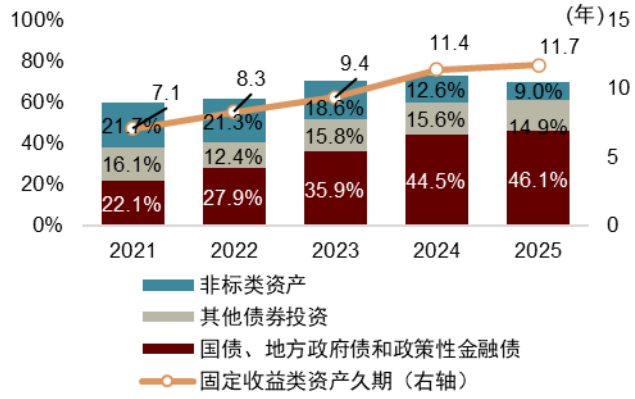
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 14：长期主义、提升公司治理水平是优化资产负债管理的核心

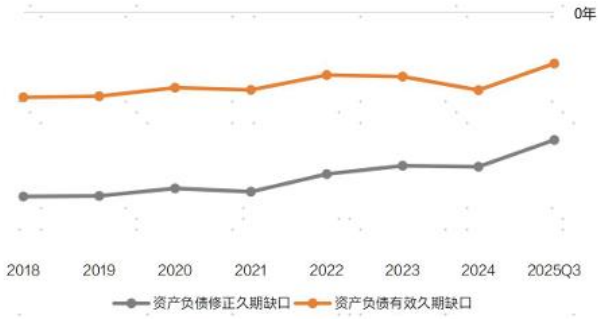


资料来源：中金公司研究部

图表 15：或得益于长周期考核，太保寿险 2022-2024 年积极拉长资产久期，缩短久期缺口

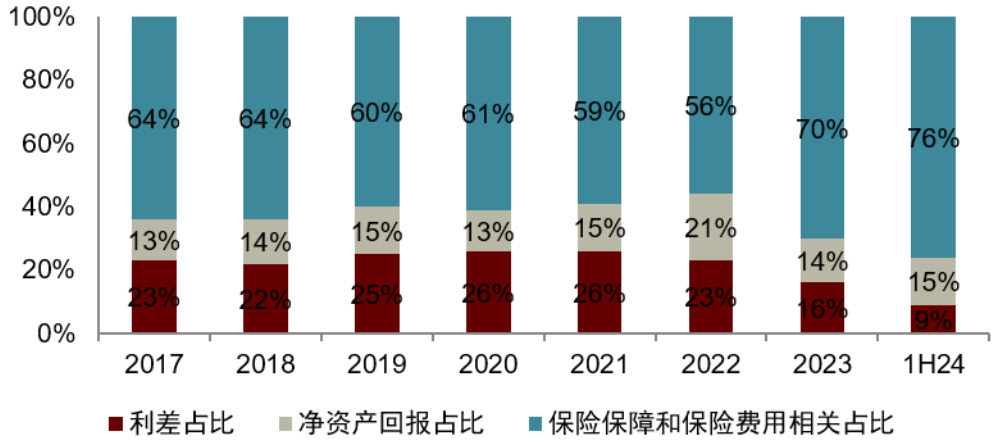


资料来源：公司公告，中金公司研究部



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16：友邦利源结构中利差占比低，死差、费差占比较高，盈利稳定性相对较高



资料来源：公司公告，中金公司研究部

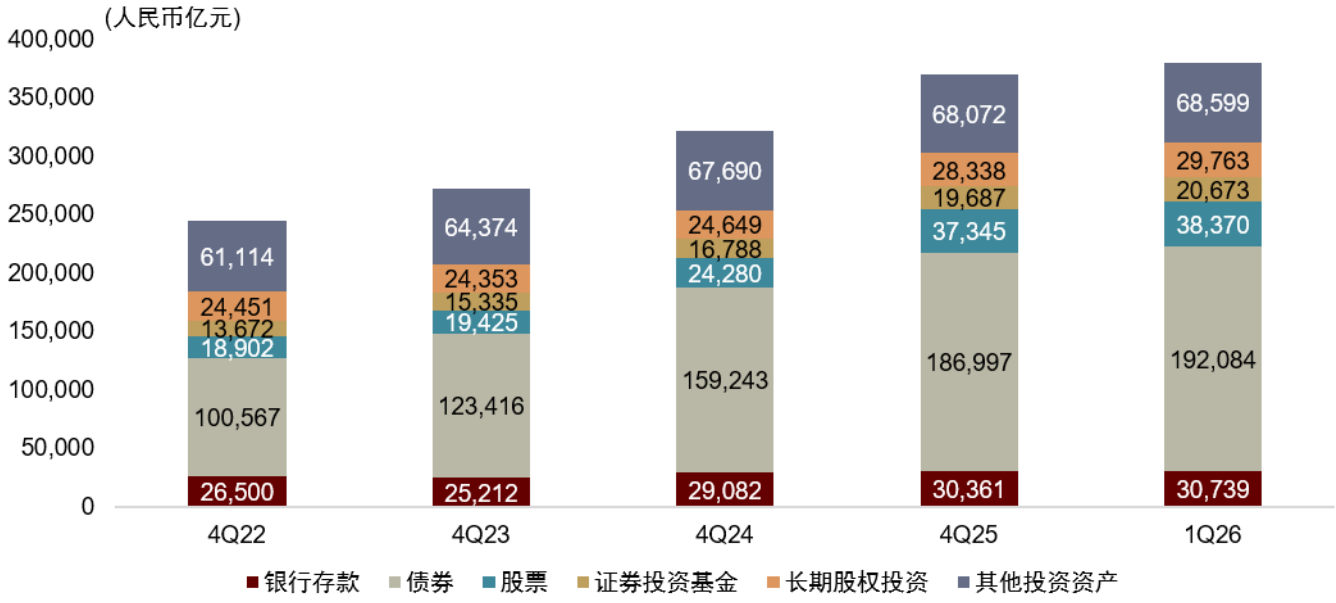
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

资产配置：大幅增配权益，固收占比下降

2025 年行业大幅增配权益。受 2025 年政策推动中长期资金入市、资本市场走强等因素影响，行业 2025 年大幅增配权益，行业股票+证券投资基金仓位较年初+2.6ppt 至 15.4%[1]，其中上市险企股票+基金占比较年初/1H25 分别+5.3ppt/+4.1ppt 至 17.0%[2]。从各家具体情况来看，平安股票+权益型基金仓位达 19.1%（较年初+9.2ppt），国寿股票+基金仓位 16.9%（较年初+4.7ppt），新华股票+基金仓位 20.6%（+2.3ppt）；太保权益仓位相对较低且加仓较为审慎，股票+权益型基金仓位仅 13.4%（+2.2ppt）。

非存款固收占比平均下降 4.3ppt。受 2025 年权益上涨、债市下跌双重影响，上市险企非存款固收资产占比较年初/1H25 分别-4.3ppt/-3.2ppt 至 66.3%，其中太平非存款固收占比最高（78.8%），且基本保持稳定；新华非存款固收占比最低（50.9%），同时存款占比显著高于同业（16.0%）；其余公司固收占比普遍有所下降。

图表 17：行业投资资产规模变化

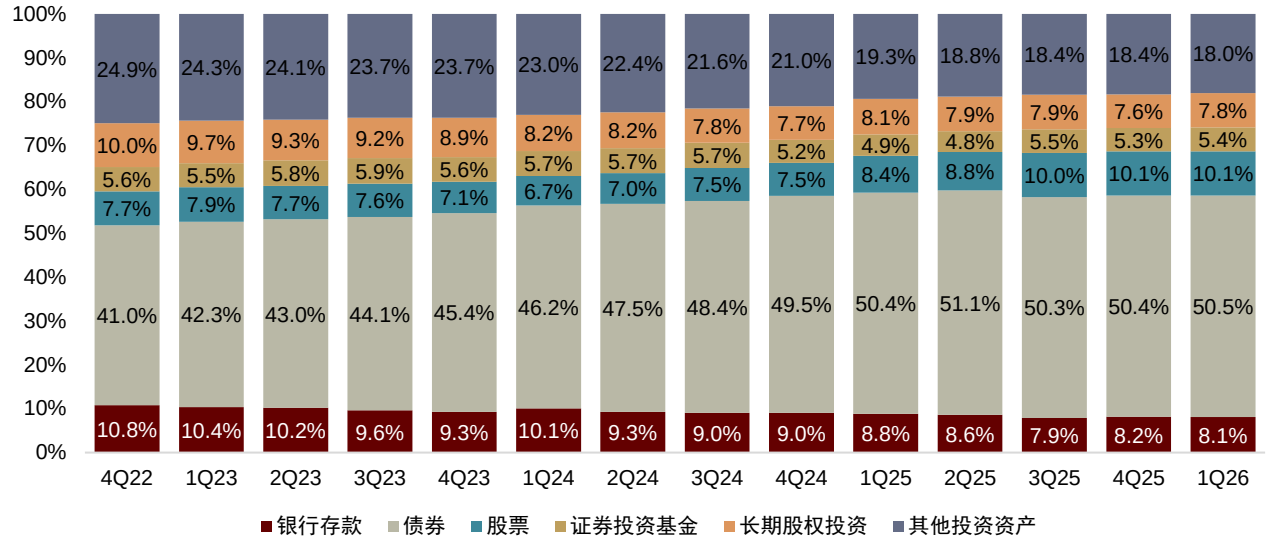


注：统计口径为人身险公司和财产险公司
资料来源：国家金融监督管理总局，中金公司研究部

[1] 统计口径为人身险公司和财产险公司。
[2] 国寿、新华、太平、人保集团、中国财险统计口径为股票+基金，平安、太保、阳光统计口径为股票+权益型基金。

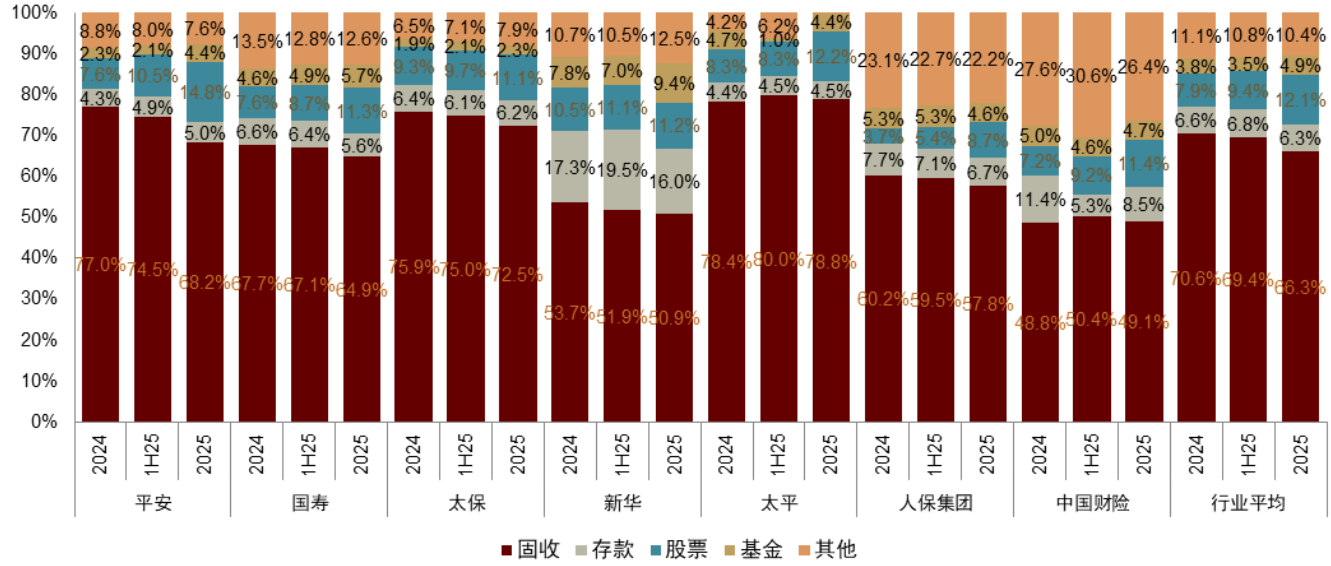
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 18：行业大类资产配置情况



注：统计口径为人身险公司和财产险公司
资料来源：国家金融监督管理总局，中金公司研究部

图表 19：2025 年上市险企大类资产配置情况



注：行业平均采用资产规模加权口径；太平披露口径为港币，按照各报告期人民币对港币汇率计算行业平均
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

投资收益：从综合投资收益构成看各家资负匹配理念和未来趋势

保险公司财报通常披露三个口径的投资收益率：

- **净投资收益率（NII Yield）：**反映利息、股息、租金等现金收益，代表稳定可预期的现金流入，是覆盖负债成本的基础。
- **总投资收益率（TII Yield）：**在净收益基础上，加入买卖价差、FVTPL 资产公允价值变动及减值损失等，反映当期财务投资损益。该口径受市场波动和交易时点影响大，波动较大，长周期视角下参考意义有限。
- **综合投资收益率（CII Yield）：**在总收益基础上，再加入 FVOCI 资产的公允价值变动，全面包含已实现与未实现损益，真实反映投资组合全口径投资收益。尤其在新准则下大量资产分类至 FVOCI，该指标能反映投资组合的真实价值变动。

综上，我们认为净投资收益率+综合投资收益率的组合视角，更能评估险企的成本收益匹配情况：前者衡量可获取的稳定现金流能否覆盖保证成本，后者反映全口径投资回报，二者从“稳定现金流”与“价值变动”两个维度形成相对完整的刻画。

如何横向比较险企投资收益率？

由于各险企在投资收益率计算口径上存在较大差异，各家财报披露的投资收益率更适合公司内部纵向比较，公司间横向可比性较差。**我们基于各家财报共同点，统一投资收益率计算口径，建立可比口径收益率，各家公司披露口径与可比口径的对应关系见图表 20：**

图表 20：各家财报披露投资收益率计算口径

收益类型	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国太平	阳光保险	中国人保	可比口径
利息收入	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII
分红股息收入	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII
投资性房地产租金收入	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII
长期股权投资收益	NII	NII	NII	TII	TII	NII	NII	NII
扣减项：卖出回购资产利息	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII	NII
FVTPL金融资产公允价值变动	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII
资产买卖价差损益	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII
减值损失	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII	TII
FVOCI权益工具公允价值变动	CII	CII	CII	CII	CII	CII	CII	CII
FVOCI权益工具买卖价差收入	CII	CII	CII	CII	CII	CII	CII	CII
FVOCI债务工具公允价值变动	剔除	剔除	剔除	CII	CII	剔除	剔除	剔除

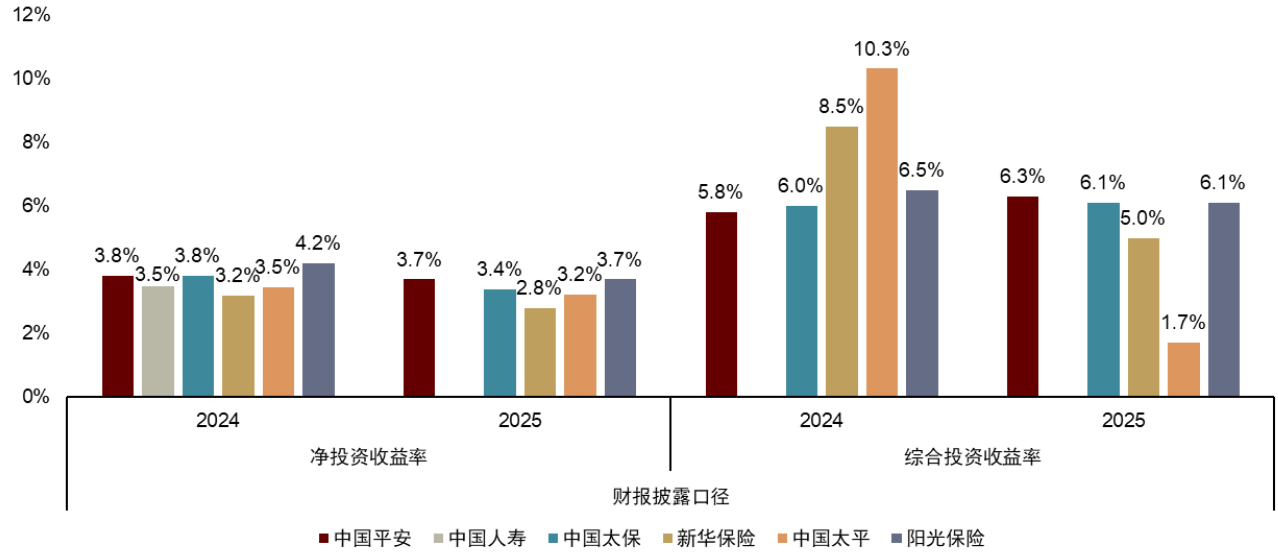
注：由于保险公司持有 FVOCI 债权投资的意图主要是持有至到期而非交易，因此我们认为计算 CII 时剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动较为合理
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

净投资收益率：关注边际降幅与绝对水平。在利率下行周期下，净投资收益率下降速度越慢、绝对水平越高的公司抵御利率风险、穿越周期的能力可能越强。

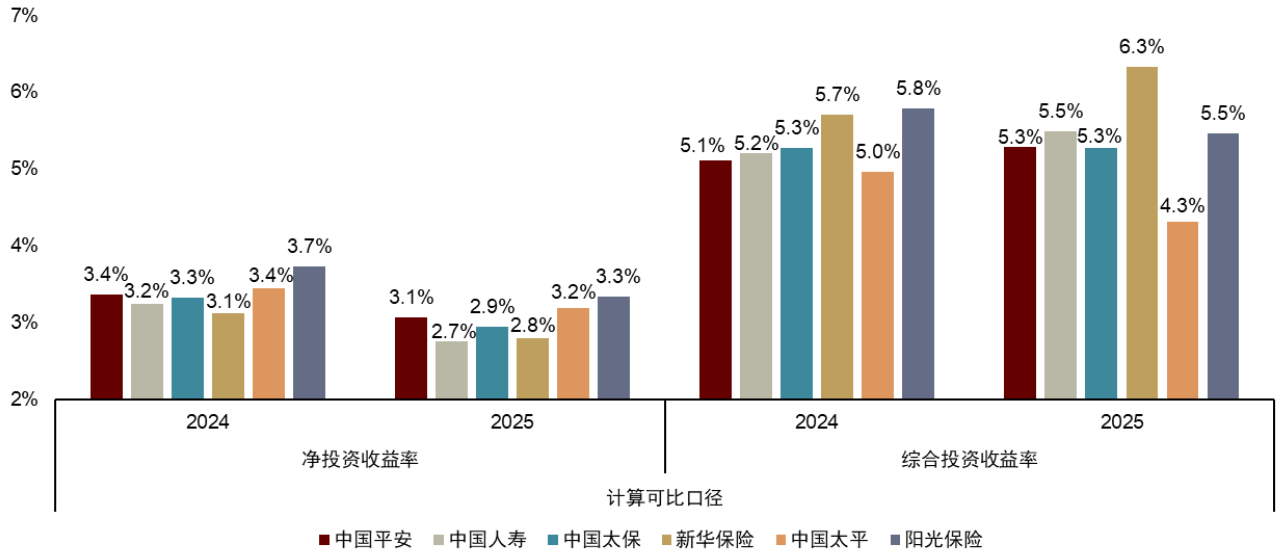
综合投资收益率：可比口径下横向差距并不大。从可比口径来看，各家综合投资收益率水平差距并非十分显著——股票组合中 FVOCI 占比最高的平安、二级权益仓位最低的太保 2025 年综合投资收益率与同业差异并不显著，其中太保以更低权益敞口实现了相近的全口径回报，可能来自于大类资产配置的有效性。

图表 21：财报披露口径下各家投资收益率情况



注：中国人寿未披露 2025 年净投资收益率、2024-2025 年综合投资收益率
资料来源：公司公告，中金公司研究部

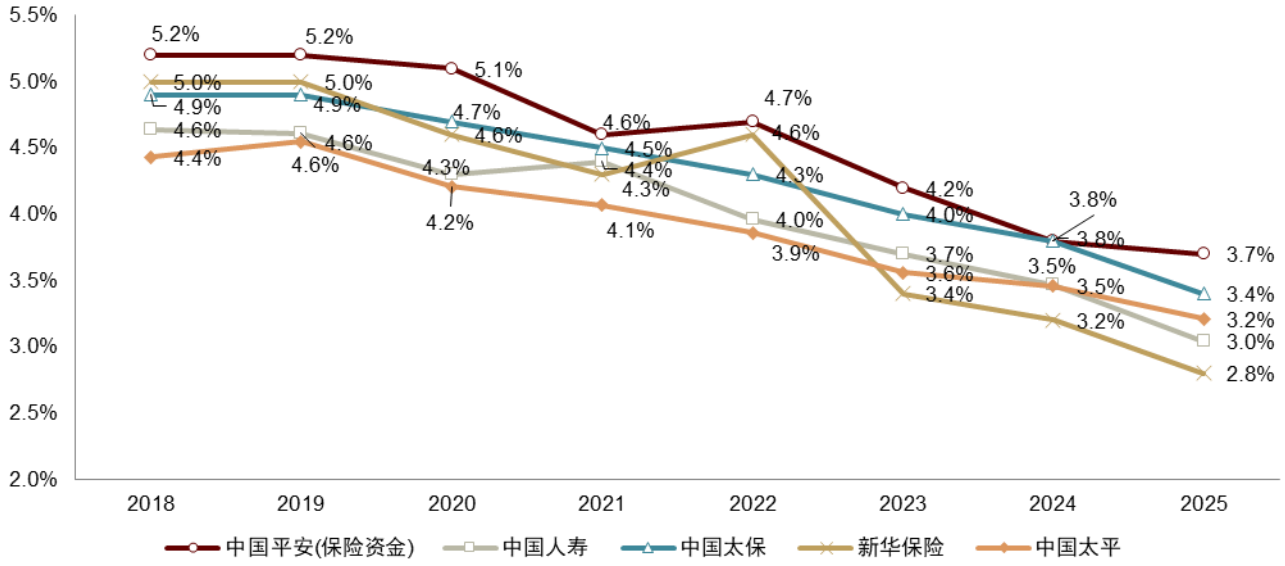
图表 22：计算可比口径下各家投资收益率情况



注：收益口径请见图表 20；平均投资资产=（年初总投资资产+半年末总投资资产+年末总投资资产）÷3；此数据为中金测算，目的为提高各公司数据可比性，可能与各家真实投资收益率水平存在差异
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

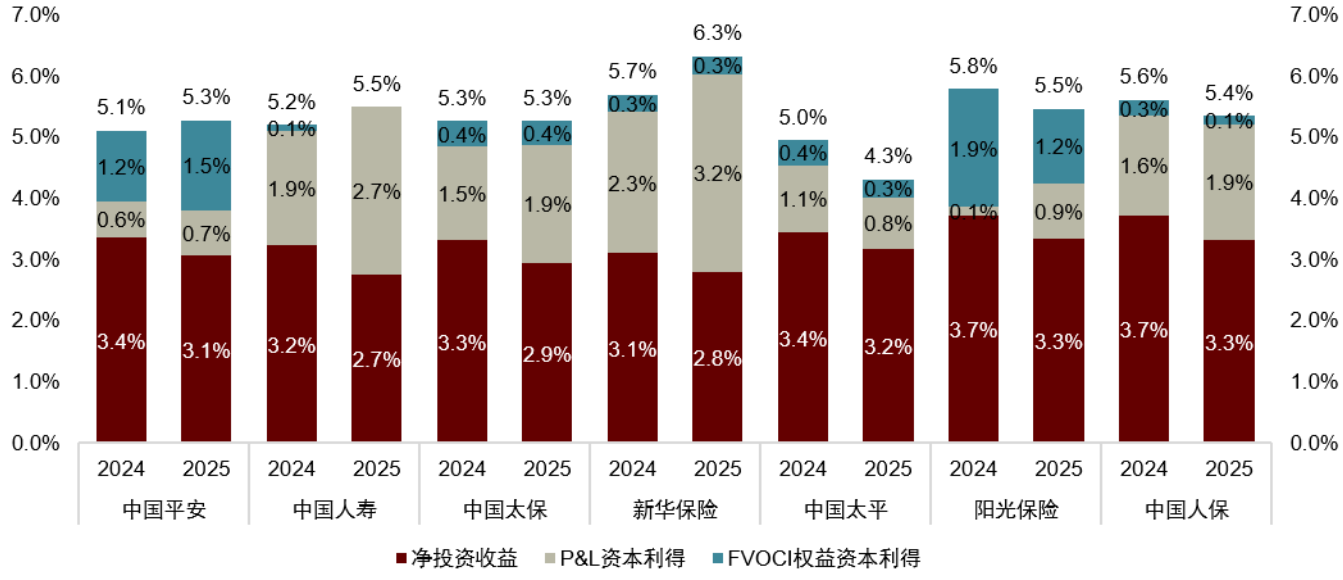
图表 23：净投资收益率下行速度越慢、绝对水平越高的公司穿越周期能力更强（基于公司财报披露口径）



注：基于公司财报披露口径整理；国寿未披露 2025 年净投资收益率，数据为我们根据公司财报披露口径测算
资料来源：公司公告，中金公司研究部

基于可比口径投资收益率数据，我们可以比较各家 2024-2025 年综合投资收益构成：从投资稳定性来看，平安、太保、太平综合投资收益结构相对稳定，投资收益稳定性相对较高，其中平安 FVOCI 权益贡献较多浮盈。

图表 24：基于计算可比口径的上市险企综合投资收益率拆解



注：基于可比口径整理，不包含 FVOCI 债券公允价值变动；此数据为中金测算，目的为提高各公司数据可比性，可能与各家真实投资收益率水平存在差异
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

固收投资：稳中求进，提升久期动态管控与分账户精细化管理

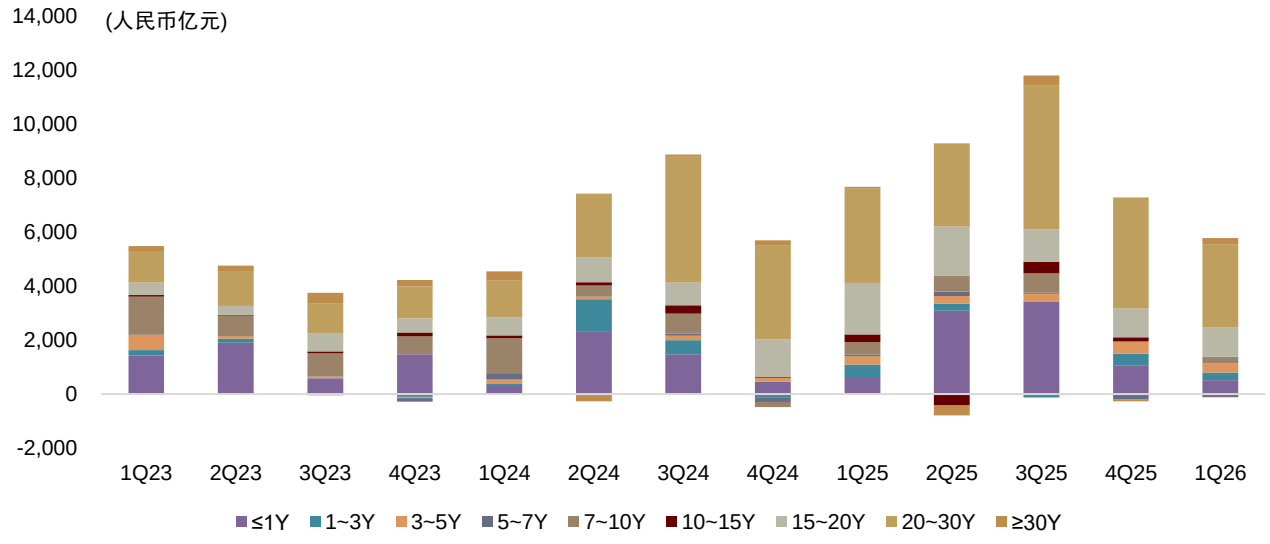
2025 年受增配权益影响，行业固收占比边际下降，上市险企非存款类固收占比较年初平均-4.3ppt 至 66.3%。保险资金的长期性决定了固收仍将是保险资金配置的压舱石，与此同时，我们认为行业固收投资策略可能出现分化，头部险企固收投资可能正从拉长久期向久期动态管控、收益增强与分账户精细化管理演进。

久期管理方面，过去几年头部险企普遍通过增配长久期利率债主动缩短久期缺口，我们估计目前头部上市险企有效久期缺口或已降至 3 年以内，久期缺口已处于较健康范围。**目前部分久期缺口较小的头部公司策略重心已经出现边际变化：**1）短期内不再谋求大幅缩短缺口，而是加强组合久期动态管理，保留合理缺口以挖掘风险回报、提升组合整体弹性；2）传统险账户重视修正久期缺口、分红险账户重视有效久期缺口，提升分账户管理精细化。而对于部分久期匹配压力较大的中小险企，我们仍建议择机增配长久期资产以改善久期缺口、提升久期匹配。

收益增强方面，在传统配置盘之外，险企或正通过骑乘策略、波段操作等“固收+”策略增厚收益，并积极布局资产证券化等创新类固收资产提升组合弹性。

跨境配置方面，2025 年 7 月央行宣布扩大债券“南向通”投资者范围至保险等非银机构，2026 年 6 月国寿、平安、太保、泰康、太平、人保 6 家头部寿险公司首批获准开展“南向通”债券投资并已完成首笔交易。“南向通”年度总额度 5,000 亿元且不占用 QDII 额度，我们认为，债券“南向通”后续或有望扩大参与者范围，可能为保险资金增厚固收收益、拓宽配置边界提供了新通道。

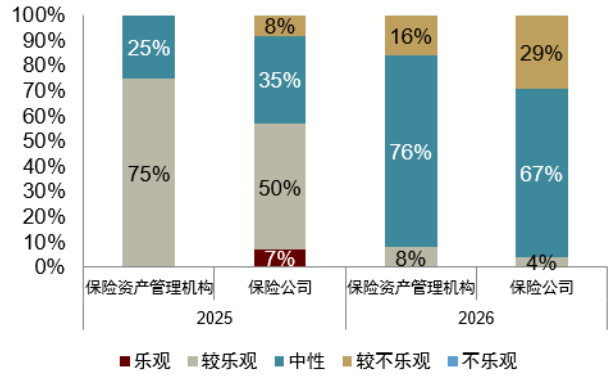
图表 25：2024 年以来保险资金增配长期限债券，拉长资产端久期



注：数据口径为保险资金二级市场净买入现券金额
资料来源：Wind，中金公司研究部

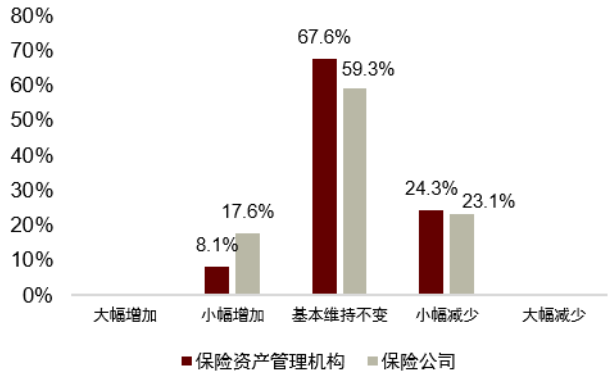
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 26：从行业调研结果来看，2025 年行业多数机构对全年债市看法偏乐观，2026 年行业多数机构对全年债市看法转为中性



资料来源：中国银行保险资产管理业协会，中金公司研究部

图表 27：从行业调研结果来看，行业多数机构 2026 年久期目标基本维持不变或小幅减少



资料来源：中国银行保险资产管理业协会，中金公司研究部

权益投资：举牌热潮再现，高股息或仍是重要方向

2025 年，在流动性宽松、市场预期改善驱动下行业大幅增配权益，行业股票+基金[3]仓位较年初+2.6ppt 至 15.4%，其中上市公司股票+基金仓位[4]较年初+5.3ppt 至 17.0%。我们预计险资未来权益组合仍将维持哑铃型配置：一端高股息资产稳定净投资收益，另一端发挥耐心资本优势，前瞻布局优质成长性资产。

高股息或仍是重要配置方向

从险资 A 股重仓流通股行业分布来看，银行、交通运输、电信服务等传统高股息板块仍是重要配置方向，我们测算目前 A 股重仓流通股的规模加权股息率接近 4%；从 FVOCI 股票情况来看，2025 年行业上市险企 FVOCI 股票占比较年初平均+7ppt 至 41%，规模已超 1 万亿人民币。具体各家公司来看：国寿、太保等此前 FVOCI 占比相对较低的公司有所增配；平安、阳光等公司 FVOCI 股票占比较高，2025 年占比小幅下降；新华维持较低 FVOCI 占比。

展望 2026 年，我们认为，由于《资负管理办法》明确要求净投资收益覆盖负债保证成本，而行业中小险企目前达标或有压力，高股息板块或仍将是险资重要配置方向，我们预计行业全年 FVOCI 股票增配规模或在 3,000-4,000 亿元区间。但配置逻辑上可能出现以下边际变化：

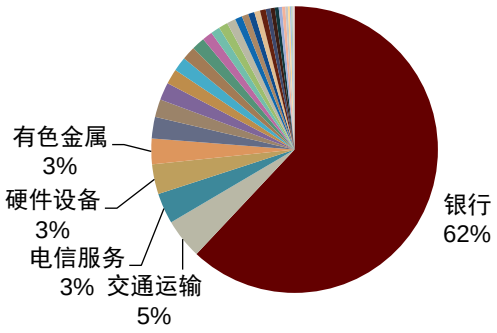
- **整体配置上，高股息资产或仍有较高需求，但股息率要求可能适度降低——**分红险转型下行业刚性成本进入下行通道，资产端对静态股息率要求可能随之下降，选股逻辑可能从“静态高股息”向“股息+成长”拓展；

[3] 统计口径为人身险公司和财产险公司。
[4] 国寿、新华、太平、人保集团、中国财险统计口径为股票+基金，平安、太保、阳光统计口径为股票+权益型基金。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

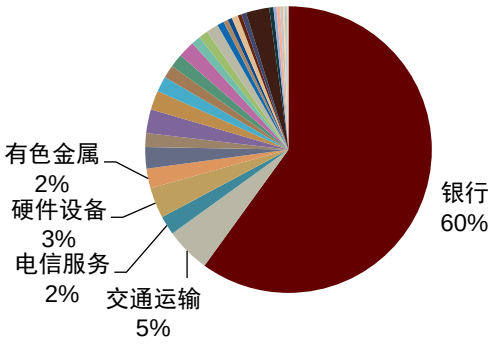
- **会计计量上，过往高股息股票主要计入 FVOCI 以提升利润稳定性，未来分红险账户的高股息股票可能计入 FVTPL**——新准则下分红险可以 VFA 计量，股价波动虽然会影响资产端市值，但可被负债端吸收，降低净利润波动性，计入 FVTPL 对利润的稳定性影响或相对可控。
- **行业选择上，**金融板块目前仍是高股息策略的重要配置方向，但从长期来看，银行股等金融板块标的盈利与利率呈现较为明显的正相关性，高股息策略高度集中于金融板块可能导致组合对利率敏感性较高。**我们认为，从管理组合利率敏感性的视角来看，高股息策略或应考虑适当配置盈利与利率相关性较低甚至负相关的行业，以增强组合韧性。**

图表 28：4Q25 保险资金重仓流通股行业分布（市值加权）



注：剔除中国人寿（集团）对中国人寿、平安集团和平安人寿自有资金对平安银行持有流通股
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 29：1Q26 保险资金重仓流通股行业分布（市值加权）

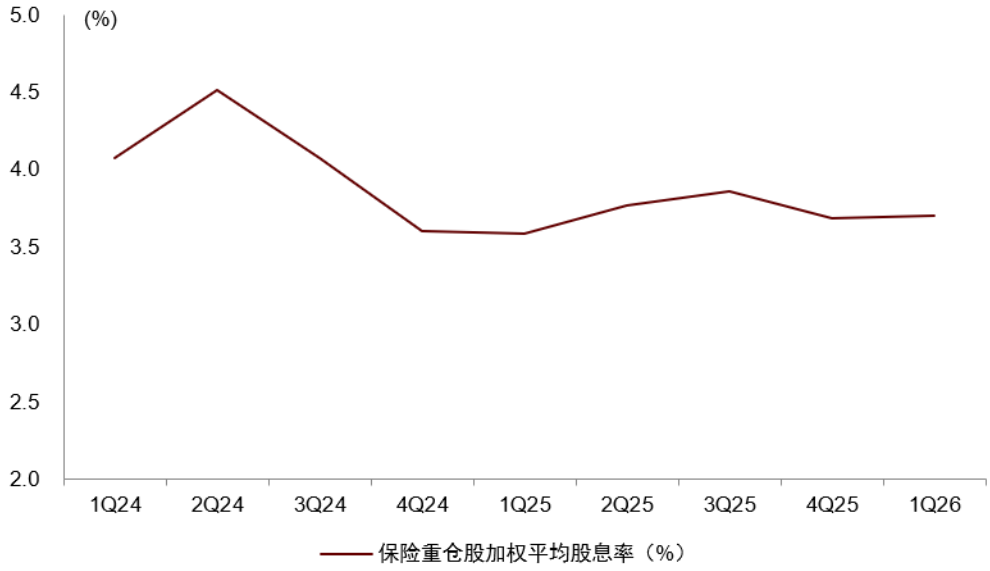


注：剔除中国人寿（集团）对中国人寿、平安集团和平安人寿自有资金对平安银行持有流通股
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部



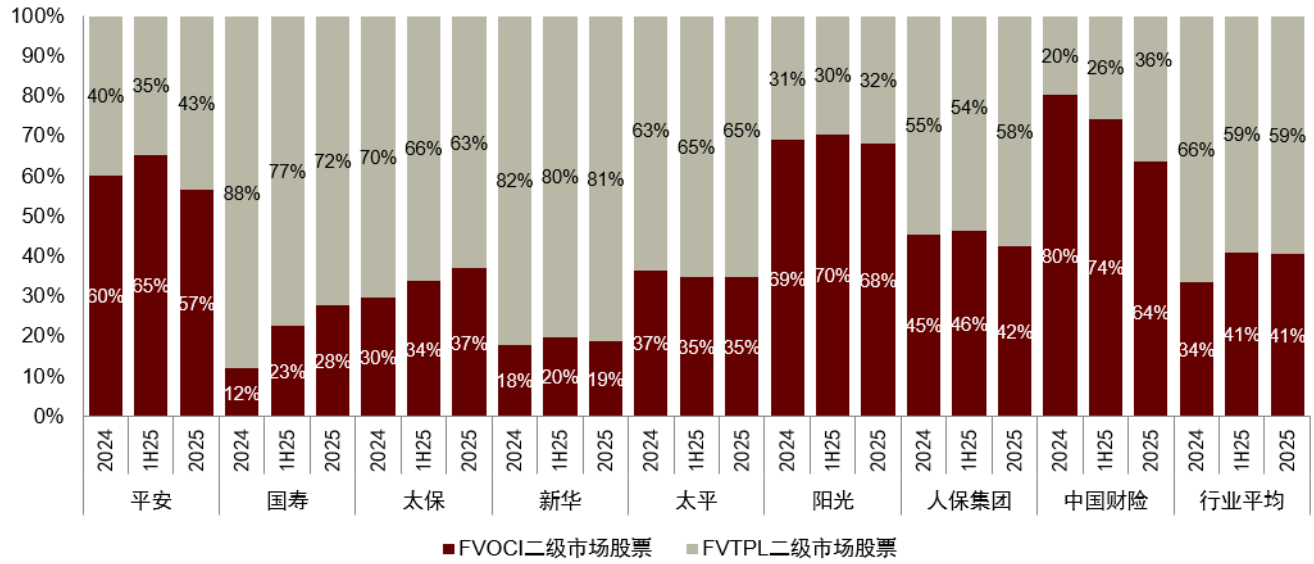
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 30：保险资金重仓流通股规模加权股息率情况



注：剔除中国人寿（集团）对中国人寿、平安集团和平安人寿自有资金对平安银行持有流通股；采用保险持仓市值规模加权；股息率采用季度末 TTM 口径
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 31：2025 年上市险企 FVOCI 股票规模占比较年初平均+7ppt 至 41%



注：行业平均采用市值规模加权；中国太平财报披露为港币口径，按照报告期人民币对港币汇率换算
资料来源：公司公告，中金公司研究部

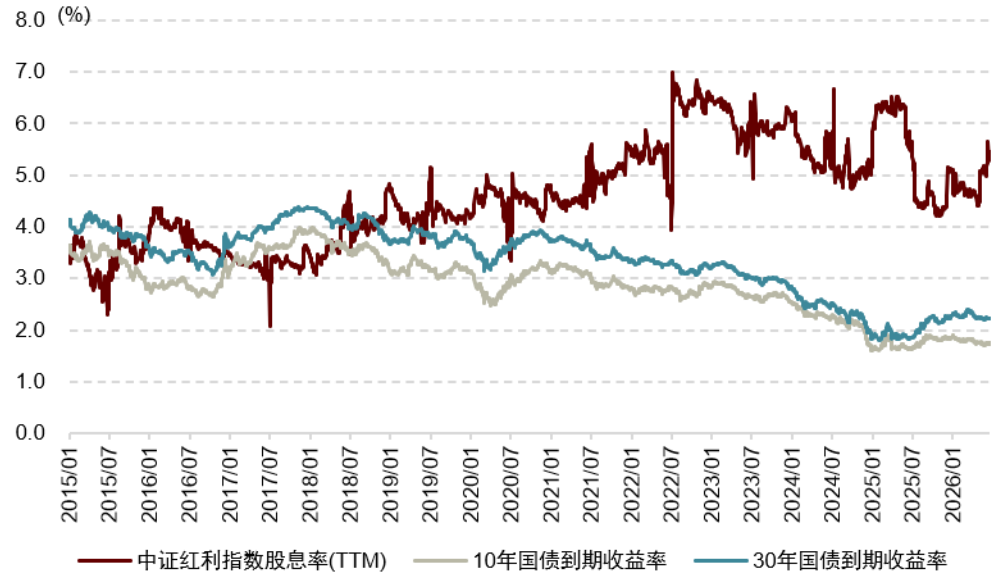
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 32：我们测算 2026 年险资新增配置 FVOCI 股票规模或在 3,000-4,000 亿元区间

（人民币亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	备注
行业原保费收入	56,963	61,194	65,739	70,622	
YoY		*7.4%*	*7.4%*	*7.4%*	假设26/27e增速同25a
行业赔付支出	23,005	24,432	25,948	27,557	
YoY		*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	假设26/27e增速同25a
行业净保费流入	**33,958**	**36,762**	**39,792**	**43,065**	**净保费流入=原保费收入-赔付支出**
险资新增配置股票规模测算					
新增净保费配置股票比例	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**备注**
15%			5,969	6,460	
20%			7,958	8,613	
25%			9,948	10,766	
30%			11,938	12,920	
其中：新增配置FVOCI股票规模					
新增净保费配置股票比例	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	
15%			2,388	2,584	假设新增股票配置中40%为FVOCI
20%			3,183	3,445	假设新增股票配置中40%为FVOCI
25%			3,979	4,307	假设新增股票配置中40%为FVOCI
30%			4,775	5,168	假设新增股票配置中40%为FVOCI

资料来源：国家金融监督管理总局，中金公司研究部

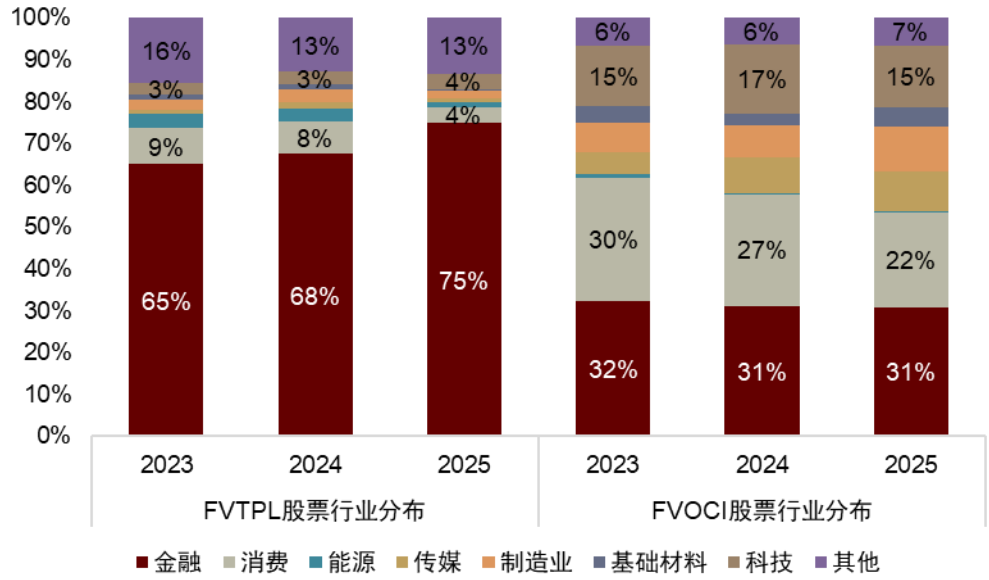
图表 33：中证红利股息率较无风险收益率“利差”目前处于历史相对较高水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 34：参考海外保险公司，AXA FVTPL 股票组合中金融业占比较高，FVOCI 股票组合中金融业占比较低



资料来源：公司公告，中金公司研究部

举牌热潮再起，保险买同业值得关注

2025 年险资共举牌 27 家公司，数量为 2016 年以来最多，覆盖银行、公用事业、医药生物、交通运输等多个行业。其中值得关注的是，平安于年内举牌太保-H 与国寿-H，这是自 2019 年 7 月国寿举牌太保-H 后再次出现保险举牌同业；平安 2025 年报前十大股东亦出现国寿身影。过往险企举牌多集中于银行股，主要目的在于获取稳定的股息回报；而本轮同业举牌中，平安选择增持保险股，我们认为，其考量可能更为综合：一方面，保险板块当前分红水平仍具一定吸引力；另一方面，作为行业内部参与者，头部险企对保险行业经营周期的理解更为深入，其举牌行为或在一定程度上反映出对板块基本面改善的信心。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

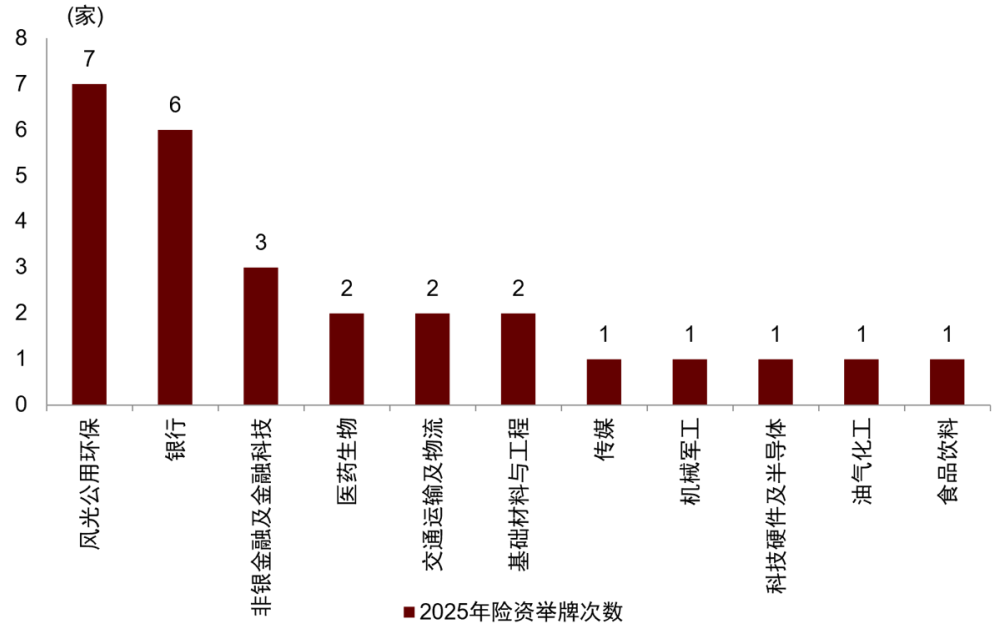
图表 35：2025 年以来险资举牌梳理

举牌险资	举牌日期	被举牌公司代码	公司名称	A/H股	所属行业	2024年ROE	举牌日股息率	举牌日市值（亿元）	举牌后持股比例
平安人寿	2025/1/8	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.72%	6.20%	5578.39	5%
	2025/1/10	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.89%	5.76%	10450.43	5%
	2025/2/17	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.43%	5.78%	19563.02	5%
	2025/3/13	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.89%	4.52%	12022.34	10%
	2025/5/9	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.72%	5.90%	5445.95	10%
	2025/5/12	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.43%	5.42%	20516.44	10%
	2025/6/17	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.89%	4.04%	12868.00	15%
	2025/8/8	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.72%	4.54%	7765.60	15%
	2025/8/12	2601.HK	中国太保	H股	非银金融及金融科技	16.62%	3.48%	3695.02	5%
	2025/8/13	2628.HK	中国人寿	H股	非银金融及金融科技	22.05%	3.30%	10954.09	5%
	2025/8/26	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.43%	4.97%	27159.64	15%
	2025/9/11	2601.HK	中国太保	H股	非银金融及金融科技	16.62%	3.56%	3783.24	10%
	2025/12/30	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.43%	4.64%	28643.32	20%
	2025/12/31	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.89%	4.30%	12039.36	20%
	2026/2/3	2628.HK	中国人寿	H股	非银金融及金融科技	22.05%	2.82%	13852.59	10%
	2026/5/20	2628.HK	中国人寿	H股	非银金融及金融科技	22.05%	3.33%	10405.08	15%
中国人寿	2025/3/11	000958.SZ	电投产融	A股	非银金融及金融科技	5.31%	1.16%	347.39	25%
中国太保	2025/8/7	6887.HK	东阳光药	H股	医药生物	-61.73%	0.00%	345.42	7%
	2026/1/9	600009.SH	上海机场	A股	交通运输及物流	4.71%	1.44%	813.43	5%
新华保险	2025/1/24	600926.SH	杭州银行	A股	银行	13.73%	4.46%	344.69	5%
	2025/3/26	0392.HK	北京控股	H股	风光公用环保	6.18%	5.88%	346.58	5%
泰康人寿	2025/7/9	1304.HK	峰岹科技	H股	科技硬件及半导体	9.00%	0.00%	210.91	9%
	2025/11/20	2696.HK	复宏汉霖	H股	医药生物	31.52%	0.00%	367.40	5%
长城人寿	2025/2/20	0855.HK	中国水务	H股	风光公用环保	11.90%	5.41%	84.55	5%
	2025/3/5	1798.HK	大唐新能源	H股	风光公用环保	7.29%	4.38%	164.39	5%
	2025/6/16	601326.SH	秦港股份	A股	交通运输及物流	8.29%	2.65%	185.99	5%
	2025/6/16	3369.HK	秦港股份	H股	交通运输及物流	8.29%	4.07%	185.99	5%
	2025/9/23	0956.HK	新天绿能	H股	风光公用环保	7.68%	5.52%	271.56	5%
	2025/12/17	3369.HK	秦港股份	H股	交通运输及物流	8.29%	3.40%	208.39	35%
瑞众人寿	2025/3/12	0998.HK	中信银行	H股	银行	9.10%	6.43%	4006.91	5%
	2025/3/20	1088.HK	中国神华	H股	油气化工	14.04%	7.74%	7631.25	5%
	2025/12/5	0168.HK	青岛啤酒股份	H股	食品饮料	15.38%	4.51%	837.93	5%
中邮人寿	2025/4/29	601156.SH	东航物流	A股	交通运输及物流	16.31%	5.57%	207.73	5%
	2025/7/4	1330.HK	绿色动力环保	H股	风光公用环保	7.38%	6.53%	102.05	5%
	2025/10/14	3969.HK	中国通号	H股	机械军工	7.37%	5.17%	587.35	5%
	2025/12/17	600039.SH	四川路桥	A股	基础材料与工程	15.51%	4.14%	947.98	5%
弘康人寿	2025/6/27	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.51%	1.81%	186.42	5%
	2025/7/25	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.51%	1.58%	195.19	10%
	2025/8/4	1083.HK	港华智慧能源	H股	风光公用环保	6.94%	5.29%	144.21	5%
	2025/8/8	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.51%	5.02%	192.00	15%
阳光人寿	2025/1/27	0136.HK	中国儒意	H股	传媒	-1.39%	0.00%	347.00	7%
利安人寿	2025/7/1	601199.SH	江南水务	A股	风光公用环保	9.91%	2.64%	54.39	5%
信泰人寿	2025/7/3	000932.SZ	华菱钢铁	A股	基础材料与工程	3.80%	2.04%	372.30	5%
民生人寿	2025/8/11	2016.HK	浙商银行	H股	银行	7.89%	6.15%	962.16	5%

注：行业分类采用中金一级行业分类口径；举牌日股息率采用股息率 TTM 口径；数据截至 2026 年 6 月 30 日。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 36：2025 年险资举牌集中在银行、公用事业、非银金融等传统高股息板块



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 37：中国平安举牌同业梳理

被增持公司名称	A/H股	买入时间	合计增持股数（万股）	买入价格区间（港元）	最新持股总数（万股）	最新持股比例
中国太保	H股	2025/08/11-2026/03/26	24,291.6	31.9-37.2	68,481.1	24.68%
中国人寿	H股	2025/08/12-2026/05/11	49,545.6	22.0-34.9	167,301.0	22.48%

注：买入价格区间为每个增持日前收盘价的最低价至最高价；数据截至 2026 年 6 月 30 日。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

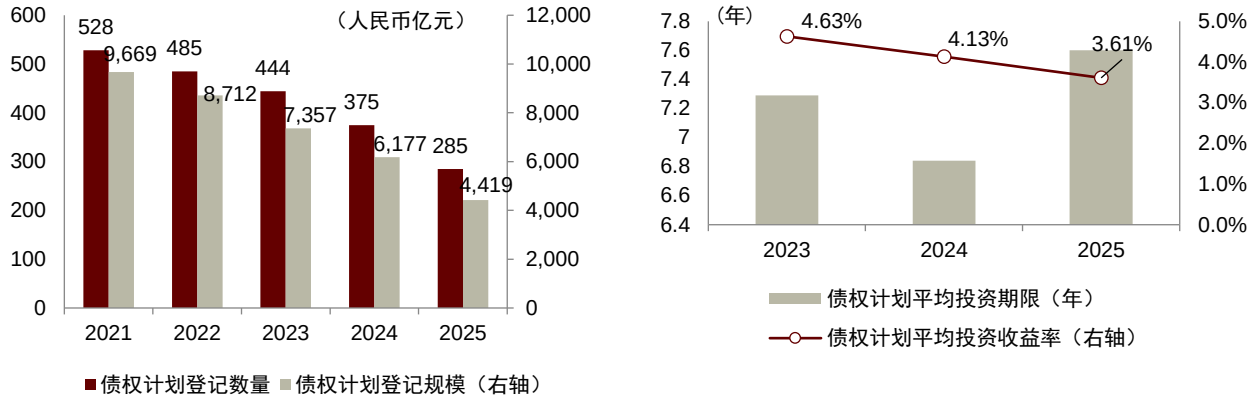
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

另类投资：从传统非标到创新多元化投资

另类资产具备估值相对平滑、收益相对较高的特点，是险资提升投资组合风险收益的重要工具之一。过往保险公司配置非标债权资产较多，但随着宏观经济结构转型，传统非标供给持续萎缩，2025 年保险债权投资计划登记数量较 2021 年下降 46%，产品登记规模下降超 5,000 亿元。这一背景下，我们认为，险企另类投资或开始转向多元化布局：

- **寻找替代品种：**挖掘公募 REITs、不动产股权、ABS 等优质另类品种，替代传统非标资产。
- **挖掘优质未上市股权，聚焦新质生产力：**股权投资的长期性与保险负债属性适配，是保险公司提升长期回报的重要手段。在“十五五”规划明确鼓励长期资金投资新质生产力背景下，我们认为险资或将加大对优质未上市股权资产的布局力度，“投早、投小、投长期、投硬科技”可能成为未来趋势。
- **探索创新资产：**关注黄金等创新资产作为组合风险分散工具，同时培育多元化投资能力，为未来审慎推进全球化配置做准备。

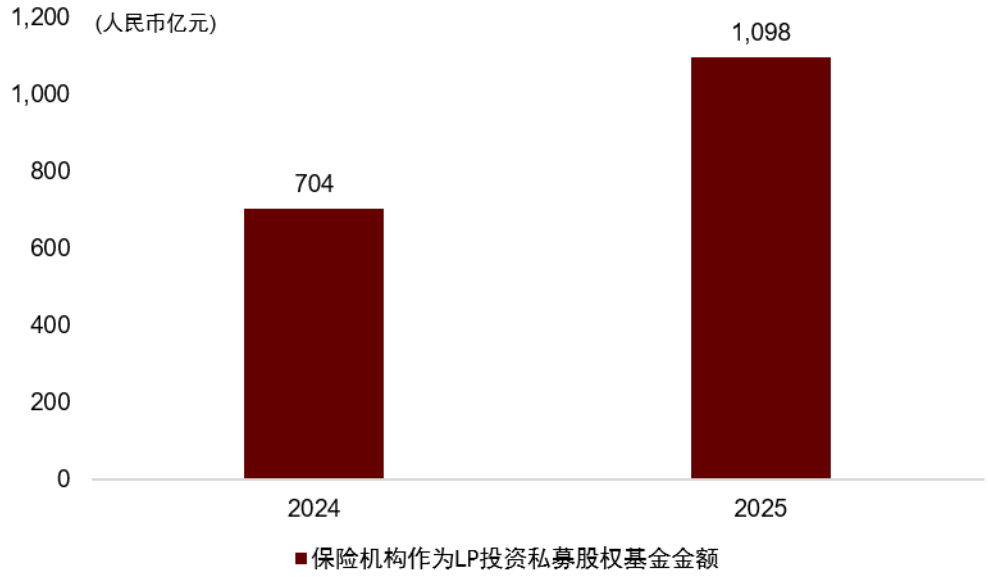
图表 38：债权投资计划供给萎缩，收益率下行



资料来源：中保登，中国银行保险资产管理业协会，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 39：2025 年保险机构作为 LP 投资私募股权基金超 1,000 亿元，较 2024 年同期增长 56%



注：2025 年数据截止 2025 年 12 月 19 日
资料来源：执中，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 40：行业积极布局未上市股权投资，2025 年超过 20 家保险公司参与设立私募股权投资基金

私募股权投资基金	注册资本（亿元）	参与保险机构及持有份额
嘉兴轩坤股权投资合伙企业（有限合伙）	100.00	平安财险（99.99%）
宸曦共赢（深圳）私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	45.01	阳光人寿（99.98%）
上海礼澜私募投资基金合伙企业（有限合伙）	35.00	友邦人寿（10%），太保大健康产业私募投资基金（10%），泰康人寿（5.71%），复星保德信人寿（1.43%）
海南平泰横海私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	33.01	平安人寿（90.88%）、平安财险（9.088%）
平安产投新能源股权投资（嘉兴）合伙企业（有限合伙）	30.05	平安人寿（99.83%）
北京保实诚源股权投资合伙企业（有限合伙）	130.01	人保资本，中意资产
平安银发股权投资基金（北京）合伙企业（有限合伙）	60.00	平安人寿
北京平准基础设施不动产权投资基金合伙企业（有限合伙）	52.37	中国人寿，财信吉祥人寿
太保战新并购私募基金（上海）合伙企业（有限合伙）	100.03	太平洋人寿（97.97%）
中核田湾（北京）核电股权投资基金合伙企业（有限合伙）	15.01	中国人寿（79.95%）
深圳市平逸横海私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	33.01	平安财险，平安人寿
河北成达临空股权投资基金合伙企业（有限合伙）	50.00	中国人寿（40%），中银三星人寿（20%），国寿财险（2%）
长沙聚财壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	8.01	财信吉祥人寿（99.87%）
宁波华淳保瑞股权投资合伙企业（有限合伙）	4.86	华泰人寿（72%），华泰财险（20.57%），华泰资产（6.17%）
天津家寓股权投资基金合伙企业（有限合伙）	45.00	大家人寿（40%），友邦人寿（17.78%），中宏人寿（17.78%），中银三星人寿（17.78%），复星保德信人寿（6.6%）
苏州宽遇股权投资基金合伙企业（有限合伙）	224.29	阳光人寿（19.86%），中英人寿（2.23%），长城人寿（1.33%）
工融（合肥）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10.00	工银安盛人寿（10%）
开德鼎源（上海）私募投资基金合伙企业（有限合伙）	39.00	中邮人寿（39.74%）
无锡国联通智科技产业投资合伙企业（有限合伙）	12.20	国联人寿（60.66%）
吉仓三期股权投资基金（北京）合伙企业（有限合伙）	10.00	友邦人寿（26.6%），中宏人寿（20%）
国泰海通中际旭创科技股权投资基金（昆山）合伙企业（有限合伙）	15.00	太保战新并购私募基金（上海）合伙企业（有限合伙）（6.67%）
上海瑾东阁私募投资基金合伙企业（有限合伙）	9.00	招商信诺人寿（33.33%），利安人寿（33.33%）
成都太保鑫健一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	50.00	太平洋人寿（99.97%）
湖南鼎盛合信股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.81	财信吉祥人寿（99.45%）
上海联创新五期私募投资基金合伙企业（有限合伙）	23.10	友邦人寿（17.32%），太保长航股权投资基金（武汉）合伙企业（有限合伙）（12.99%），中美联泰大都会人寿（8.66%）、太保大健康产业私募投资基金（上海）合伙企业（有限合伙）（4.33%）、陆家嘴国泰人寿（4.33%）

注：根据公开资料整理，可能为不完全统计
资料来源：公司公告，企查查，中金公司研究部

图表 41：可比公司估值表

公司	代码	货币	评级	收盘价	目标	目标价	上涨	P/EV		3年平均	市净率		3年平均	市盈率或P/OPAT		股息率
				7月7日	价格	对应P/EV或P/B 2026E	空间	2026E	2027E	内含价值回报率	2026E	2027E	净资产收益率	2026E	2027E	2026E
友邦保险	1299.HK	港币	跑赢行业	72.60	105.70	1.6x	45.6%	1.13x	0.99x	12.2%	1.9x	1.6x	13.5%	12.6x	11.4x	2.9%
保诚	2378.HK	港币	跑赢行业	108.60	151.35	1.2x	39.4%	0.89x	0.83x	14.0%	1.7x	1.6x	14.6%	11.7x	10.5x	2.1%
中国平安-H股	2318.HK	港币	跑赢行业	52.30	99.40	0.9x	90.1%	0.50x	0.45x	1.9%	0.7x	0.6x	11.2%	5.5x	4.9x	6.6%
中国人寿-H股	2628.HK	港币	跑赢行业	28.30	44.50	0.7x	57.2%	0.42x	0.36x	6.1%	1.0x	0.8x	21.7%	5.2x	4.6x	3.5%
中国太保-H股	2601.HK	港币	跑赢行业	27.64	54.40	0.7x	96.8%	0.34x	0.30x	7.6%	0.6x	0.5x	15.3%	4.1x	3.6x	5.4%
新华保险-H股	1336.HK	港币	跑赢行业	47.98	56.90	0.5x	18.6%	0.41x	0.36x	4.2%	1.0x	0.8x	23.0%	3.7x	3.6x	6.7%
中国太平	0966.HK	港币	跑赢行业	19.72	33.10	0.5x	67.8%	0.31x	0.29x	3.4%	0.7x	0.6x	14.7%	4.5x	4.1x	5.1%
阳光保险	6963.HK	港币	跑赢行业	3.56	5.55	0.4x	55.9%	0.26x	0.22x	8.1%	0.6x	0.5x	7.8%	5.4x	4.6x	6.4%
人保集团-H股	1339.HK	港币	跑赢行业	5.04	8.85	1.0x	75.6%	n.a.	n.a.	n.a.	0.6x	0.5x	14.0%	4.0x	3.3x	5.8%
中国财险	2328.HK	港币	跑赢行业	14.66	19.10	1.2x	30.3%	n.a.	n.a.	n.a.	0.9x	0.8x	13.0%	6.9x	6.2x	5.5%
众安在线	6060.HK	港币	跑赢行业	9.71	23.00	1.2x	136.9%	n.a.	n.a.	n.a.	0.5x	0.5x	10.3%	7.8x	7.3x	0.0%
中国平安-A股	601318.SH	人民币	跑赢行业	49.29	89.80	1.0x	82.2%	0.55x	0.50x	1.9%	0.8x	0.7x	11.2%	6.0x	5.4x	6.0%
中国人寿-A股	601628.SH	人民币	跑赢行业	37.57	60.30	1.0x	60.5%	0.64x	0.57x	6.1%	1.5x	1.3x	21.7%	8.1x	7.2x	2.3%
中国太保-A股	601601.SH	人民币	跑赢行业	29.51	61.40	0.9x	108.1%	0.42x	0.38x	7.6%	0.8x	0.7x	15.3%	5.1x	4.5x	4.4%
新华保险-A股	601336.SH	人民币	跑赢行业	63.31	73.40	0.7x	15.9%	0.62x	0.56x	4.2%	1.5x	1.3x	23.0%	5.7x	5.6x	4.4%
人保集团-A股	601319.SH	人民币	跑赢行业	7.12	9.59	1.2x	34.7%	n.a.	n.a.	n.a.	0.9x	0.8x	14.0%	6.5x	7.5x	3.5%
中资寿险-H股平均						**0.6x**	**64.4%**	**0.37x**	**0.33x**	**5.2%**	**0.8x**	**0.7x**	**15.6%**	**4.7x**	**4.2x**	**5.6%**
中资寿险-A股平均						**0.9x**	**66.7%**	**0.56x**	**0.50x**	**4.9%**	**1.2x**	**1.0x**	**17.8%**	**6.2x**	**5.7x**	**4.3%**
外资寿险平均						**1.4x**	**42.5%**	**1.01x**	**0.91x**	**13.1%**	**1.8x**	**1.6x**	**14.1%**	**12.1x**	**10.9x**	**2.5%**

注：表中所列公司（集团）均为中金覆盖，采用中金预测；保诚/友邦/平安列示 P/OPAT 而非 P/E
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

风险提示

新单保费增长不及预期

新单保费是保险行业重要的营收增长来源，寿险改革不及预期、保险需求端疲弱、供给端竞争加剧等均会对新单保费产生直接影响，新单保费增速低于预期传导至保险负债端业绩承压，可能对板块业绩及估值产生影响。

长端利率大幅波动

长端利率是影响保险行业经营环境与投资回报的核心变量之一。利率大幅下行可能导致寿险负债准备金增值速度超过资产增值速度，侵蚀净资产，同时压低新增及再配置固收资产的收益率，加大成本收益压力；利率大幅上行虽能阶段性改善再投资收益，但可能引发存量债券持仓公允价值大幅下跌、保单退保率上升等连锁反应。长端利率的大幅波动对板块盈利能力及资产负债表稳定性带来较大不确定性。

资本市场波动

资本市场大幅波动将影响险企投资回报率及投资资产价值，特别当资本市场大幅下跌时，保险公司对投资收益率或将大幅下降、投资资产价值或也将大幅缩水，可能对板块业绩及估值造成较大影响。

政策不确定性

保险行业是强监管行业，牌照类业务受到严格的金融监管。监管政策的脉络演进将对行业参与主体的经营模式、规模、盈利能力等产生深远的影响。政策发布的节奏也将对行业参与主体形成短期的冲击，对其业务节奏和盈利水平产生影响。政策不确定导致的行业监管环境超预期或将影响板块盈利能力及估值水平。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：新华保险-H,新华保险-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。